



EURO&TALOUS

EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

4 · 2011

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous



Sisällys

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous	1
<i>Helvi Kinnunen ja Maritta Paloviita</i> Finanssipolitiikan reaktiot talouskriisiin euromaissa	27
<i>Tuomas Välimäki</i> Keskuspankkitoiminta ja taseen riskit	37
<i>Juhana Hukkinen ja Karlo Kauko</i> Makrovakauseräpolitiikan välineet	49

Euro & talous 4 • 2011

Julkaisupäivä 19.9.2011

19. vuosikerta

(aiemmin Markka & talous)

Lehti ilmestyy viisi kertaa vuodessa.

Päätoimittaja

Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto

Mika Pösö, puheenjohtaja

Samu Kurri

Jukka Vauhkonen

Jouko Vilmunen

Tuomas Välimäki

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous -artikkeli on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Samu Kurrin johdolla.

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Tuuli Koivu

Heidi Schauman

Assistentti

Heli Honkaharju

Toimitus

Suomen Pankin kieli- ja julkaisupalvelu-
toimisto

Tilaukset

sähköposti: SPjulkaisut@edita.fi

Painopaikka

Edita Prima Oy, Helsinki 2011

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata,
mutta lähde on mainittava.

ISSN-L 1456-4718 (painettu julkaisu)

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki

PL 160

00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311

Faksi: (09) 174 872

www.suomenpankki.fi

Kannessa Ranskan 1 euron kolikon kansallinen kuva-aihe:
Puu, elämän, jatkuvuuden ja kasvun symbolina.

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous

13.9.2011

Yhteenveto

Maailmantalouden näkymät ovat heikentyneet loppukesästä 2011 alkaen. Epävarmuuden lisääntyminen rahoitusmarkkinoilla on kääntänyt keskeiset osakeindeksit laskuun. Riskilisät ovat kasvaneet niin valtion- kuin yrityslainamarkkinoilla. Samalla kysynnän suuntautuminen turvallisina pidettyihin sijoituskohteisiin, kuten Saksan ja Yhdysvaltojen valtionvelkakirjoihin ja kultaan, on nostanut näiden sijoituskohteiden hinnat ennätystasolle.

Epävarmuus on heijastunut reaalityönteeseen. Kotitalouksien ja yritysten luottamusta ja odotuksia kuvaavat indikaattorit ovat heikentyneet monissa maissa. Luottamuspuola on johtamassa hyvin heikkoon lähiajan talouskehitykseen. Suomen Pankki on muuttanut kuluvaa ja seuraavaa vuotta koskevaa maailmantalouden kasvuennustettaan aiemmin ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Erityisesti kehittyneiden maiden ja maailmankaupan näkymät ovat huonontuneet. Jotta talouden hidastuminen jäisi ennustetun kaltaisesti tilapäiseksi, luottamusta on kyettävä nopeasti vahvistamaan. Mikäli se ei onnistu, uhkana on talouden suistuminen uuteen taantumukseen.

Euroalueen valtioiden velkakriisin jatkuminen ja leviäminen ovat alkaneet heikentää alueen rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Pankkien välisillä markkinoilla vakuudellisten ja vakuudettomien korkojen ero on kasvanut ja luottoriskiltä suojautumisen hinta

on noussut. Velkakriisi lisää rahoituslaitosten riskejä kahta kautta. Yhtäältä epävarmuuden kriisimaihin tehtyjen sijoitusten takaisinsaamisesta nähdään lisääntyneen. Toisaalta yleinen kasvunäkymien heikkeneminen lisää luottotappioiden kasvun riskiä.

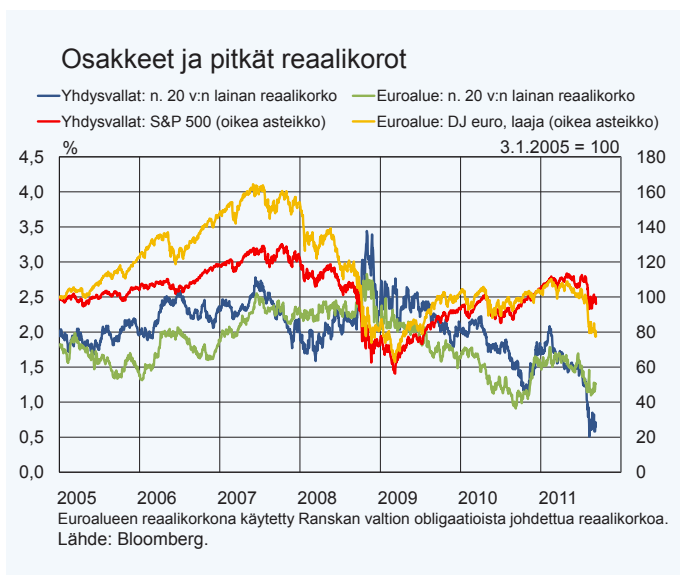
Keskeistä tilanteen vakauttamisessa on, että luottamus poliittiseen päätöksentekokykyyn palautetaan. Valtioiden velkakriisissä ei enää ole kyse vain yksittäisten pienten maiden ongelmasta, vaan euroalueen systemiseksi kasvaneesta kriisistä. Ongelmiin joutuneen maan omat toimet eivät enää välttämättä riitä korjaamaan tilannetta, vaan se edellyttää laajaa yhteistä tahtotilaa. Merkittävä askel tähän suuntaan on Euroopan päämiesten heinäkuun 21. päivänä tekemien kriisinhallintaan liittyvien päätösten ripeä toimeenpano.

I Suhdannetilanne ja maailmantalouden näkymät

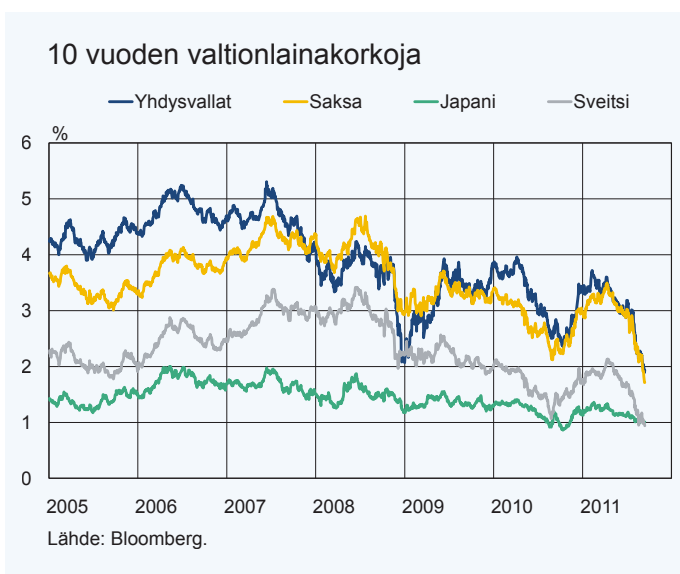
Maailmantalouden kasvu hidastui vuoden 2011 toisella neljänneksellä odotettua enemmän. Erityisesti yllätti kehittyneiden talouksien kasvun heikkous. Myös nousevien talouksien kasvuvauhti hidastui alkuvuonna, mutta tämä oli pitkälti odotustenmukaista ja seurausta ylikuumenemista ehkäisevistä politiikkatoimista.

Osittain kevään heikko kehitys liittyi kertaluonteisiin tekijöihin. Japanin maaliskuinen luonnonkatastrofi aiheutti kotimaisten vaikutusten lisäksi katkoksia maailmanlaajuisissa tuotantoketjuissa mm. auto- ja elektro-

Kuvio 1.



Kuvio 2.



niikkateollisuudessa. Lisäksi Pohjois-Afrikan levottomuudet nostivat öljyn hintaa, mikä näkyi hitaampana kuluttajien reaalitylojen ja kulutuksen kasvuna laajasti kehittyneissä talouksissa.

Kesän mittaan kävi ilmeiseksi, ettei kasvun hidastuminen johtunut pelkästään tilapäistekijöistä, vaan kyseessä oli maailmantalouden kasvudynamiikan laajempi hiipuminen. Maailmankauppa ei palautunut odotetulla tavalla Japanin katastrofin aiheuttamasta häiriöstä, ja yritysten tuotanto-odotukset jatkoivat heikkenemistään kesäkuukausien aikana. Yhdysvaltojen viimeaikaista talouskehitystä koskevien tietojen tarkentuminen aiemmin uskottua heikommiksi lisäsi osaltaan epävarmuutta kasvunäkymistä. Yhdysvaltojen vaikeat velkakattoneuvottelut ja euroalueen velkakriisin kärjistymisen uudelleen heikensivät luottamusta edelleen. Eriytyisesti usko poliittiseen päätöksentekokykyyn koki markkinoiden näkökulmasta pahoja kolauksia.

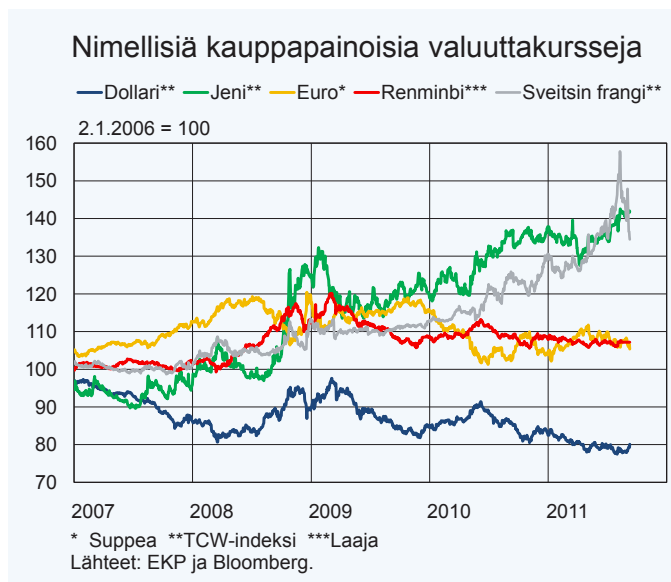
Luottamuksen heikkeneminen ja kasvuodotusten hiipuminen ovat heijastuneet rahoitusmarkkinoille. Keskeiset osakeindeksit olivat syyskuun puolivälissä 10–30 % matalammalla tasolla kuin heinäkuun loppupuolella, ja osakemarkkinoiden heilahtelu on lisääntynyt selvästi. Samalla vähäriskisinä pidetyt instrumentit, kuten Saksan ja Yhdysvaltojen valtionvelkakirjat sekä kulta, ovat olleet haluttuja sijoituskohteita. Epävarmuus on alkanut syödä myös kotitalouksien ja yritysten luottamusta, ja odotuksia kuvaavat indikaattorit ovat heikentyneet elokuussa monissa maissa. Ostopäällikköindeksit ennakoivat maailman teollisuustuotannon kasvun olevan erittäin hidasta tällä ja seuraavilla vuosineljänneksillä.

Luottamuspulan pysäyttäminen ehto taantumun välttämiseksi

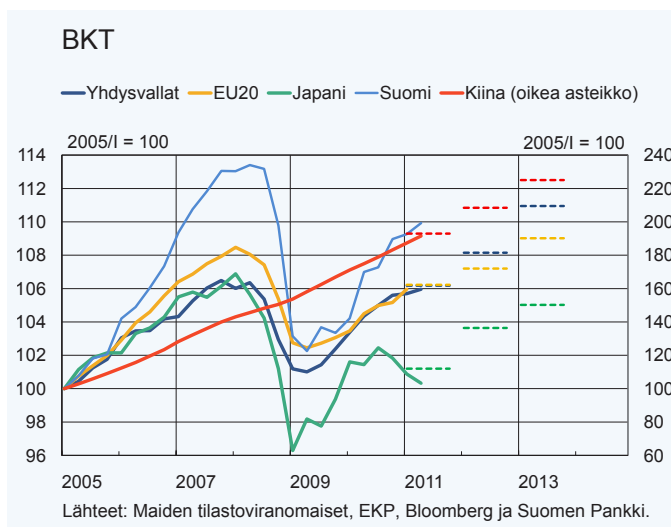
Ennusteiden tekoon liittyy tällä hetkellä paljon epävarmuutta, mikä on osaltaan johtanut suuriin eroihin tuoreimpien ennusteiden välillä. Suomen Pankin uusi maailmantaloutta koskeva ennuste rakentuu oletukselle, että euroalue ja Yhdysvallat kykenevät tarvittaviin, julkista taloutta ja rahoitusmarkkinoita vakauttaviin politiikkatoimiin, joilla luottamuksen heikentyminen pysäytetään syksyn aikana. Luottamuksen korjaantumisen myötä tilanne rahoitusmarkkinoilla helpottuu vähitellen ja sijoittajien käyttäytymistä nyt ohjaava korostunut riskien kaihtaminen väistyy.

Tästä ennusteen suhteellisen optimistisesta lähtökohdasta huolimatta kesän ja alkusyksyn epävarmuuden odotetaan johtavan hyvin heikkoon lähiajan talouskehitykseen. Taloushistorian kokemusten perusteella suhteellisen lyhytaikainenkin luottamuksen horjuminen voi johtaa kotitalouksien kulutuksen ja yritysten investointien heikentymiseen. Myös rahoitusolojen tiukentuminen rahoituksen kallistumisen ja/tai saatavuuden vaikeutumisen kautta hankaloittaa erityisesti yritysten investointeja. Lyhyen aikavälin kasvunäkymiä Suomen Pankin maailmantalouden ennusteessa heikentävät myös ne finanssipolitiikkaa kiristävät ja velkakestävyyttä parantavat toimet, joita valtiot joutuvat luottamuksen parantamiseksi toteuttamaan. Finanssipolitiikkaa käsitellään laajemmin tuonnempana tässä artikkelissa.

Kuvio 3.

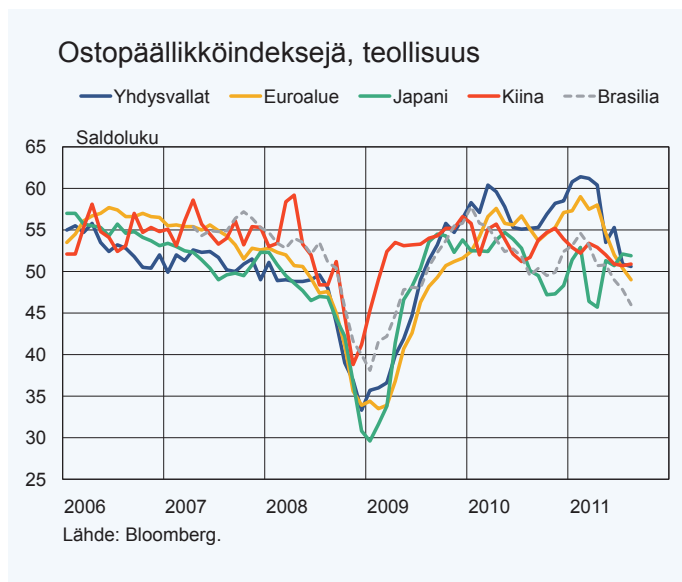


Kuvio 4.



Näiden oletusten seurauksena maailmantalouden kasvu jää vuoden 2011 jälkipuoliskolla hyvin hitaaksi. Koska epävarmuuden oletetaan poistuvan suhteellisen pian, sen vaikutukset reaalityönteeseen jäävät lyhytaikai-

Kuvio 5.



Taulukko 1.

Suomen Pankin kansainvälisen talouden ennuste

BKT	2010	2011 ^e	2012 ^e	2013 ^e
Yhdysvallat	3,0 (2,8)	1,5 (2,7)	1,9 (2,9)	2,6 (3,0)
EU20	1,7 (1,7)	1,6 (1,3)	0,9 (1,6)	1,7 (1,8)
Japani	4,0 (4,4)	-0,6 (1,1)	2,4 (1,2)	1,3 (1,3)
Kiina	10,3 (10,0)	9,0 (9,0)	8,0 (8,0)	8,0 (8,0)
Venäjä	4,0 (4,5)	4,4 (5,4)	4,4 (4,7)	3,6 (4,1)
Maailma	5,2 (5,0)	3,9 (4,2)	3,6 (4,1)	4,0 (4,2)
Maailmankauppa	13,5 (13,6)	6,2 (7,6)	6,1 (7,1)	7,1 (7,3)

^e = ennuste.

Prosenttimuutos edellisvuotisesta (suluissa edellinen ennuste).

Lähde: Suomen Pankki.

siksi, ja ennustejakson lopulla vuonna 2013 maailmantalouden kasvuvauhti palaa lähelle aiemmin ennustettua

vauhtia. Kesän tapahtumat ja mm. Yhdysvaltojen bruttokansantuotteen historiatietojen tarkentaminen entistä heikommiksi vahvistavat aiemman käsityksen toipumisen vaikeudesta. Palautuminen rahoituskriisistä, johon liittyy huomattava työttömyys, velkaantuneisuuden purku ja ylikuumenneiden alojen rakenteellinen pienentyminen, on hidasta.

Ennusteen perusoletusten toteutuessa nousevien talouksien kehityksen odotetaan noudattelevan pitkälti niiden sisäistä kasvudynamiikkaa ja olevan varsinkin Aasian suurimmissa talouksissa Kiinassa ja Intiassa varsin omaehtoista. Siten nousevien talouksien kasvu-urien muutokset ovat mahdollisia, vaikka kehittyvän Euroopan ja Latinalaisen Amerikan oletetaan kärsivän Yhdysvaltojen ja Euroopan erittäin hitaasta kasvusta enemmän kuin Aasian nousevat taloudet. Tämä tarkoittaa, että aiempi käsitys talousalueiden hyvin eritahtisesta kasvusta vahvistuu, ja maailmantalouden kasvusta jopa 85 % on ennustejaksolla peräisin nousevista talouksista.

Epävarmuus hidastaa maailmankauppaa

Maailmankaupan kasvu lähes pysähtyi keväällä 2011. Vaikka pysähtymisen taustalla olivat osittain Japanin katastrofin aiheuttamat vaikutukset, hidastumisen laaja-alaisuus sekä aika ajoin vievä toipuminen viittaavat taustalla olevan muitakin syitä. Suomen Pankin ennusteessa maailmankaupan kehitys on heikkoa lähineljänneksinä.

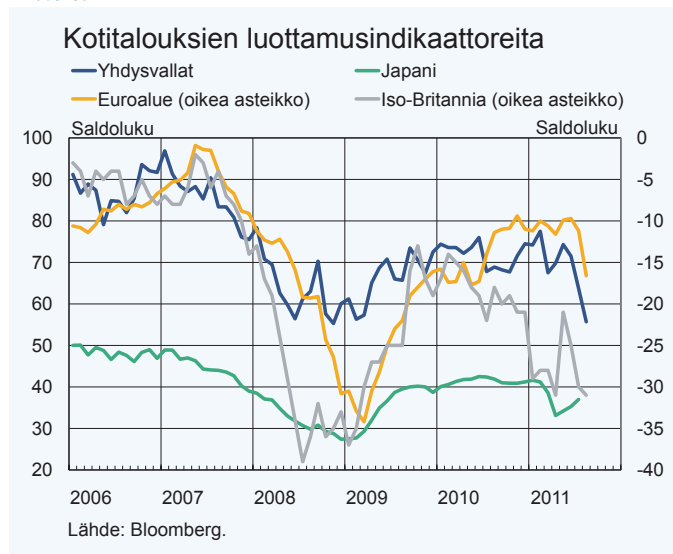
Ennusteen taustalla on havainto, että taluskriiseissä maailmankauppa supistuu tyypillisesti huomattavasti enemmän kuin kokonaistuotanto.¹ Pääsyyinä kaupan vahvaan reaktioon pidetään maailmankaupan koostumusta: kriisitilanteessa kestokulutus- ja investointihyödykkeiden kysyntä supistuu muuta kysyntää enemmän ja kansainvälisessä kaupassa juuri nämä tuotteet ovat yliedustettuina. Maailmankaupan supistumista voivat voimistaa myös ongelmat kauppaluotoksessa tai kansainvälisten tuotantoketjujen katkeaminen, jos esimerkiksi normaalia suuremmasta osasta alihankintaa vastaavat kriisitilanteessa kotimaiset tuottajat. Vastaavasti tuotannon ja luottamuksen palautuminen johtaa siihen, että kauppa kasvaa arvioitua enemmän, kun kriisin vuoksi myöhennetyt hankinnat toteutetaan.

On todennäköistä, että vallitseva laaja epävarmuus lykkää myös tällä kertaa kotitalouksien ja yritysten kestokulutus- ja investointihyödykkeiden ostopäätöksiä, mikä näkyy kaupan erittäin hitaana kasvuna loppuvuonna 2011. Tähän viittaa myös vientitilauksia koskevien ostopäällikköindeksien lasku viime kuukausina useissa maissa tasolle, jolla kaupan supistuminenkin on mahdollista.

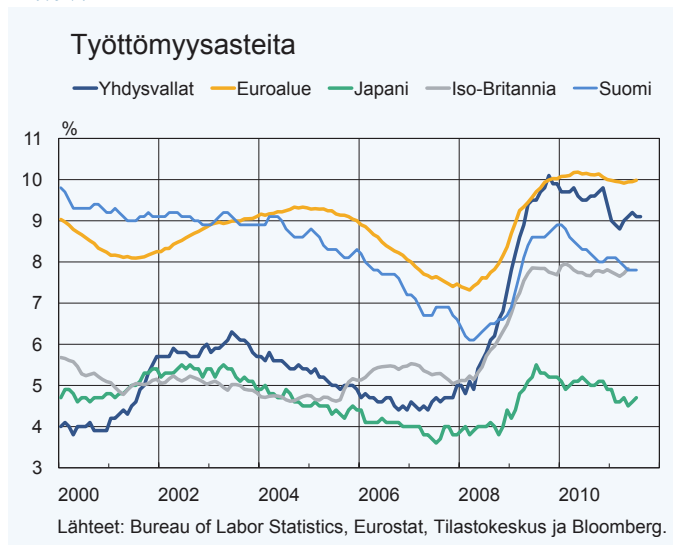
Vastaavasti epävarmuuden vähentyminen johtaa kaupan melko nopeaan toipumiseen vuonna 2012,

¹ Vuoden 2008 syvää pudotusta maailmankaupassa on tutkittu mm. teoksessa Baldwin, R. (toim.) (2009) *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Ks. www.VoxEu.org.

Kuvio 6.

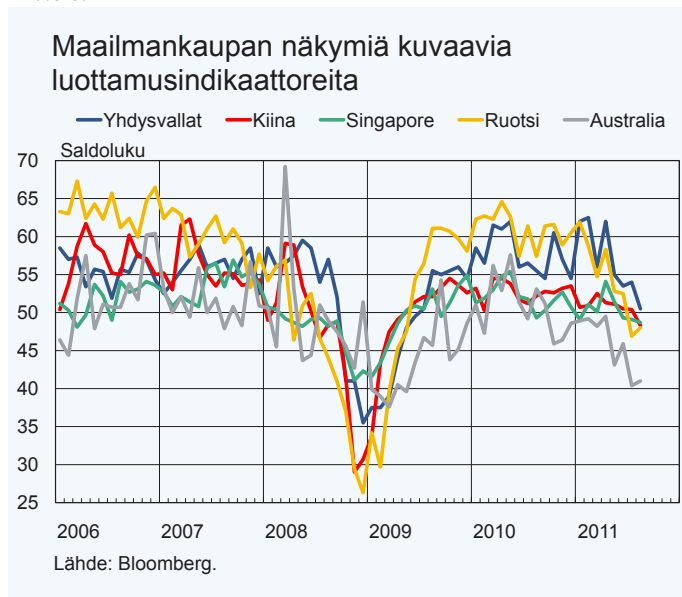


Kuvio 7.



kun patoutunut kysyntä purkautuu. Vuositasolla kaupan odotetaan kasvavan tänä ja ensi vuonna noin 6 % ja vuonna 2013 noin 7 %. Suhteessa maailman tuotantoon kansainvälinen kauppa jää ennustejakson lopulla hieman aiemmin ennustettua vähäi-

Kuvio 8.



semmäksi, sillä suorien sijoitusten viime vuosien vaatimaton virta saattaa merkitä sitä, että tuotannon kansainvälistyminen hidastuu.

Maakohtaiset näkymät kahtiajakautuneita

Kehittyneen Euroopan (ns. EU20²) kasvu hidastui selvästi vuoden 2011 toisella neljänneksellä. Erityisesti kulutuskysynnän kasvu hiljeni monessa maassa. Kesän mittaan epävarmuus rahoitusmarkkinoilla lisäantyi velkakriisin uuden syvenemisen seurauksena, mikä on viime viikkoina heikentänyt edelleen yritysten ja kotitalouksien luottamusta. Rahoitusmarkkinoiden tilan heikentyminen voi vaikuttaa myös erityisesti yritysrahoituksen saatavuuteen ja hintaan.

² EU20 käsittää euroalueen lisäksi Ison-Britannian, Ruotsin ja Tanskan.

Odotukset EU20-alueen valtioiden julkisen talouden konsolidointitoimista ovat kesän mittaan lisääntyneet. Useat suuret euroalueen maat, kuten **Espanja, Italia ja Ranska**, ilmoittivat loppukesällä uusista tasa-painottamistoimista tai jo päätettyjen toimien aikaistamisesta. Lyhyellä aikavälillä toimet väistämättä hidastavat talouskasvua menojen leikkausten tai veron kiristysten kautta. Näiden tekijöiden seurauksena kuluvan vuoden loppupuoliskon kasvuennustetta on muutettu aiemmin arvioitua heikommaksi, ja kasvun odotetaan olevan keskimäärin hyvin vaimeaa kehittyneessä Euroopassa. Myös kriisistä pitkälti viennin varassa nopeasti toipuneiden Euroopan maiden, kuten **Saksan ja Ruotsin**, kasvuvauhti näyttää hidastuvan selvästi, kun maailmankaupan kasvu hyytyy. **Kreikkaa, Irlantia ja Portugalia** koskeva ennuste nojaa maiden IMF-/EU-ohjelmiin. **Ison-Britannian** kehitykseen liittyvä ylipäättään paljon epävarmuutta. Maan talous on toipunut rahoituskriisistä hyvin hitaasti, ja lähivuosien talousnäkymiä heikentää julkisen talouden voimakas tervehdyttäminen.

Yhdysvaltojen kasvu oli vuoden ensipuoliskolla ennustettua selvästi hitaampaa. Kotitalouksien velkaantuneisuuden purku, huomattavana pysynyt työttömyys sekä asuntomarkkinoiden edelleen heikko kehitys kannustivat kotitalouksia säästämään kulutuksen kasvattamisen sijaan. Lisäksi inflaation kiihtyminen varsinkin öljyn hinnan nousun seurauksena

söi nimellistulojen kasvun ja supisti siten kotitalouksien ostovoimaa. Kasvunäkymien heikkous ja poliittinen epävarmuus ovat huonontaneet rahoitusmarkkinoiden luottamusta loppukesällä myös Yhdysvalloissa, mikä on vaikuttanut kielteisesti myös yritysten ja kotitalouksien odotuksiin. Lisäksi näyttää siltä, että tulehtunut poliittinen tilanne johtaa myös Yhdysvalloissa julkisen sektorin konsolidointitoimien aikaistumiseen, mikä hidastaa talouskasvua lyhyellä aikavälillä. Esimerkiksi vuodenvaihteessa katkolla olevien työttömyyskorvausten pidennysten ja palkka-veron väliaikaisen alennuksen päättymisen heijastuisi talouteen kulutuksen hitaana kasvuna. Niinpä ennustetta Yhdysvaltojen BKT:n kasvusta vuodelle 2011 on muutettu selvästi aiemmin arvioitua heikompaan suuntaan ja kasvun odotetaan olevan hidasta hyvän matkaa vuoden 2012 puolella. Toipumisen pitkittyminen puolestaan voi johtaa rakenteellisen työttömyyden kasvuun, mikä hidastaa sekä ennustettua että potentiaalista tuotannon kasvua myös ennusteen loppupuoliskolla.

Japanin luonnonkatastrofi vaikutti keväällä ja kesällä laajasti Aasian talouskehitykseen, varsinkin maiden väliseen kauppaan. Japanin toipuminen kriisistä jatkuu lähinäkymänsä, mutta kasvu hiipuu aiemmin ennustetun kaltaisesti ennustejakson loppua kohti. **Kiinan** talouskasvu on hidastunut odotetusti vuoden 2011 aikana. Alkuvuonna uhan-

nut talouden ylikuumeneminen johti muun muassa rahapolitiikan kiristykseen, joka on näkynyt sekä luottojen että reaalityalouden kasvun hidastumisena. Kaiken kaikkiaan Kiinan vahvan kasvun odotetaan kuitenkin lähivuosina jatkuvan aiemmin ennustetun kaltaisesti, joskin kolmen vuoden takainen laaja elvytyspaketti on lisännyt muun muassa maan rahoitussektoriin liittyviä riskejä. Maailman toiseksi suurimpana taloutena Kiinan kasvu hyödyttää koko maanosaa.

Venäjän kasvu on ollut hitaampaa kuin talvella ennustettiin. Kasvun arvioidaan elpyvän tilapäisesti, kun inflaation hidastuminen tukee kuluttajien ostovoiman kasvua. Toisaalta kasvun odotetaan hiipuvan melko pian. Maailmantalouden näkymien heikkeneminen heijastuu Venäjän talouteen voimakkaasti muun muassa öljyn hinnan kautta.

Kasvun riskit painottuvat vahvasti ennustettua heikomman kehityksen suuntaan

Oletus, että rahoitusmarkkinat rauhoittuvat syksyn ja talven mittaana, on suhteellisen optimistinen, ja sen takia maailmantalouden kasvuennusteeseen liittyy suuri riski, että kehitys jää ennustettua heikommaksi. Jos epävarmuutta vähentäviin politiikkatoimiin ei kyetä ja rahoitusmarkkinoiden tila kärjistyy edelleen, voi edessä pahimmillaan olla uusi globaali taantuma.

Rahoitusmarkkinoiden hermostuneisuus on näkynyt osakemarkkinoiden voimakkaana laskuna. Eniten

*Euroopassa
rahoituslaitosten
keskinäinen
luottamus on
heikentynyt.*

laskussa ovat olleet useiden euroopalaisten pankkien osakekurssit, mutta kurssien lasku on ollut yleinen ilmiö kaikilla päätalouseläimillä. Osakekurssien voimakas vaihtelu lisää epävarmuutta, ja kurssien lasku heikentää yritysten ja kotitalouksien taseita. Taseiden heikkeneminen rajoittaa yksityisen sektorin kysyntää, nostaa rahoituskustannuksia ja vaikeuttaa rahoituksen saatavuutta.

Euroopan rahoitussektorilla on merkkejä siitä, että rahoituslaitosten keskinäinen luottamus on heikentynyt. Euroopassa pankkien välisillä rahamarkkinoilla vakuudellisen ja vakuudettoman rahan hintaero on suurentunut. Riskilisät ovat toistaiseksi kasvaneet Euroopassa vähemmän kuin syksyllä 2008, jolloin Yhdysvalloista alkaneet rahoitusmarkkinahäiriöt levisivät myös Eurooppaan. Tällä kertaa luottamuksen puute liittyy ongelmiin valtionlainamarkkinoilla Euroopassa, epävarmuuteen pankkien emomaiden valtion velkakestävydestä sekä osakekurssien laskuun.

Erona vuoteen 2008 on esimerkiksi se, että pankeilla ja rahoituslaitoksilla on tällä kertaa mm. julkaisutujen stressitestien perusteella enemmän tietoa toistensa tilanteesta. Luottamuksen puute koskee eniten heikoimmassa tilanteessa olevia pankkeja, joiden luottoriskijohdannaisten hinnat ovat nousseet voimakkaasti. Mitä kauemmin epävarmuus jatkuu ja mitä laajemmalle se leviää, sitä voimakkaammin vaikutukset alkavat tuntua myös reaalityössä. Ongelmien laa-

jeneminen koskemaan rahoituskanavien ohella kansainvälistä kauppaa, kuten vuoden 2008 lopulla, levittäisi kriisin koko maailmantalouteen.

Ennustettua heikomman kehityksen mahdollisuutta lisäävät talouspolitiikan liikkumavaran rajoittuminen useassa maassa sekä epävarmuus talouspoliittisesta toimintakyvystä. Erityisesti euroalueella valtioiden velkakriisin laajeneminen ja syveneminen heikentäisivät selvästi talousnäkömiä. Vaikka finanssipoliittisia ja kriisinhallintaan liittyviä päätöksiä on kyetty tekemään, ne eivät ole riittäneet vahvistamaan luottamusta.

Heikkenevän suhdanteen kannalta kireään ja jopa kiristyvään finanssipoliittikkaan yhdistyy keskuspankkien liikkumavaran rajoittuminen. Keskuspankkien ohjaukorot ovat hyvin matalia ja taseet ovat kasvaneet keskuspankkien vaimennettua rahoitusmarkkinoiden häiriöitä likviditeettiä lisäämällä. Nousevissa talouksissa tilanne on hieman helpompi kuin kehittyneissä talouksissa.

Toisaalta kriisin syvenemisen uhkaa vähentää se, että tilanne on ollut vaikea ja tiedossa jo pidemmän aikaa. Yrityssektorin taseiden kunto on sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa hyvä. Lisäksi useassa maassa on kriisin edellisen vaiheen jäljiltä hyvät valmiudet tukea yrityssektorin rahoituksen saatavuutta. Myös pankit ja rahoituslaitokset ovat useissa maissa voineet varautua tilanteeseen ja vahvistaa taseitaan. Lisäksi keskuspankeilla on vuoden 2008 rahoitusmarkkinaongelmien jäl-

jiltä valmius ja kokemus epätavomaisten menetelmien käyttöön. Kriisin mahdollinen pitkittyminen vaimentaa myös talouden tuotantopotentiaalia, kun usean vuoden investoinnit jäävät toteutumatta ja rakenteellinen työttömyys alkaa kasvaa. Jos markkinoiden kyky sietää julkista velkaa on pidemmällä aikavälillä pysyvästi pienentynyt, julkinen sektori joutuu purkamaan velkaantuneisuuttaan samaan aikaan yksityisen sektorin kanssa. Koska velkaantumisen purkaminen on hidasta ja vaimentaa talouskasvua, seurauksena voi olla pitkä hitaan kasvun kausi.

Japanissa bruttokansantuote kasvoi hyvin hitaasti vuosina 1991–2003. Ajanjaksoa onkin kutsuttu Japanin menetetyksi vuosikymmeneksi (lost decade). Viimeaikaisissa tutkimuksissa³ on korostunut näkemys, että talouspolitiikan reagointi Japanin 1990-luvun alun varallisuushintojen romahdukseen ja sitä seuranneeseen taantumaan sekä rahoitussektorin ongelmiin oli tilanteen vakavuus huomioon ottaen hidasta ja riittämätöntä, mikä johti kriisin syvenemiseen vuonna 1998. Japanin 1990-luvun tilanteeseen verrattuna talouspoliittiset haasteet ovat nykykriisissä vielä suuremmat, sillä nyt vaaditaan useassa maassa samanaikaisesti riittäviä ja koordinoituja talouspoliittisia toimenpiteitä. Erityisesti euroalueella kriisin syvenemisen estäminen edellyttää, että talouspoliittiset virheet vältetään.

³ Esim. Hamada, K.–Kashyap, A. – Weinstein, D. (toim.) (2011) *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term stagnation*. The MIT Press.

II Hintavakaus ja rahapolitiikka

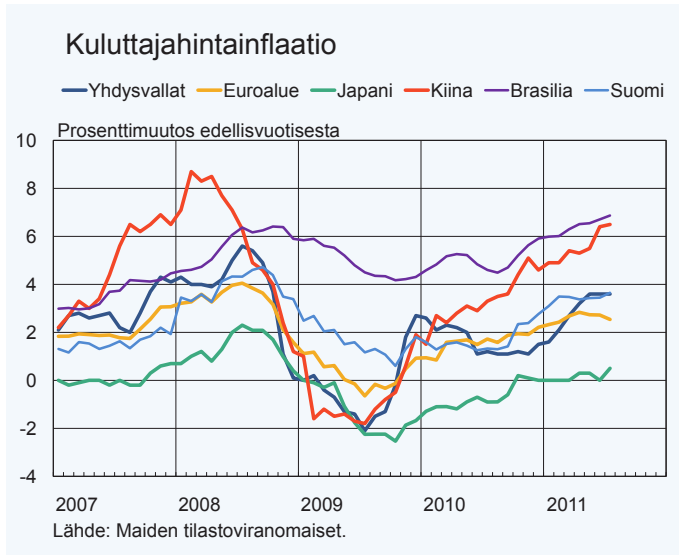
Inflaatio kiihtyi alkuvuoden aikana maailmanlaajuisesti. Isossa-Britanniassa kuluttajahintojen vuosimuutos on nopeutunut 4½ prosenttiin, Yhdysvalloissa yli 3½ prosenttiin ja euroalueellakin lähes 3 prosenttiin. Nousevissa talouksissa hintojen kohoaminen on ollut vieläkin merkittävämpää. Esimerkiksi Kiinassa inflaatio on jo yli 6 prosentin. Myös ilman energian ja ruuan hintoja laskettu ns. pohjainflaatio on kiihtynyt vuoden 2010 deflaatiohuolia aiheuttaneelta tasoltaan. Lähes kaikkialla se on kuitenkin säilynyt selvästi hitaampana kuin kokonaisinflaatio.

Kokonaisinflaation ripeän kiihtymisen takana on ollut lähinnä raaka-aineiden – energian ja ruuan – hinnan nousu. Pohjois-Afrikan poliittisen järjestelmän murros lisäsi huolta öljyn tarjonnan riittävydestä erityisesti Libyan tilanteen kärjistymisen jälkeen helmikuun puolivälissä. Osaltaan koettu öljyn hinnannousu johtui Libyan tuotannon häiriintymisestä levottomuuksien vuoksi. Maan osuus maailman öljyntuotannosta on normaalioloissa vajaat 2 %. Osaltaan kyse oli kuitenkin huolesta, että levottomuudet leviävät laajemmin muihin merkittäviin öljyntuotantomaihin, viime kädessä Saudi-Arabiaan saakka.

Elintarvikkeiden hintojen nousu on seurausta tarjonnan ja kysynnän välisestä epätasapainosta. Tarjonta on häiriintynyt mm. Venäjän ja Australian vehnäsatojen heikkouden vuoksi. Kysynnän muutos on todennäköisesti

Inflaatio kiihtyi alkuvuoden aikana maailmanlaajuisesti.

Kuvio 9.



Kuvio 10.



pysyvämpiluonteinen ja kuvastaa nousevien talouksien vaurastumisen tuomaa kysynnän lisääntymistä.

Inflaatiouauhti on kiihtynyt nousevissa talouksissa enemmän kuin

kehittyneissä maissa. Tämä johtuu useista seikoista. Ensinnäkin ruuan osuus nousevien talouksien kotitalouksien kulutuskorissa on huomattavasti suurempi kuin vauraammissa länsimaissa. Esimerkiksi Kiinassa osuus noin kolmannes, mutta Yhdysvalloissa alle 15 %. Toiseksi finanssi- ja talouskriisin seurauksena koettu syvä taantuma johti Aasian nousevissa talouksissa vain kasvuvauhdin hidastumiseen, ei tuotannon supistumiseen kuten useimmissa kehittyneissä talouksissa. Ripeänä säilyneen kotimaisen kysynnän johdosta uhkana oli pikemminkin ylikuumeneminen kuin liiallinen vapaa tuotantokapasiteetti tai työttömyys. Kolmanneksi talouspolitiikan instituutiot ovat kehittyneissä maissa vahvempia ja niiden uskottavuus suurempi kuin nousevissa talouksissa. Tällaisia institutionaalisia eroja on esimerkiksi luottamus keskuspankin inflaatiotavoitteeseen.

Kasvun hidastuminen hillinnyt inflaatiopaineita

Kesän aikana inflaatio on hidastunut useimmissa kehittyneissä maissa. Tämä on seurausta maailmantalouden kasvun ja kasvunäkymien heikkeneemisestä. Kesän aikana öljyn hinnan nousu taittui, ja alkusyksyyn tultaessa öljyn hinta on laskenut vajaan neljänneksen toukokuun huipusta. Futuurien perusteella öljyn hinnan odotetaan edelleen hieman laskevan. Taustalla vaikuttaa öljyn kysynnän kasvun hidastuminen, joka johtuu maailmantalouden aiempaa heikommista kasvu-

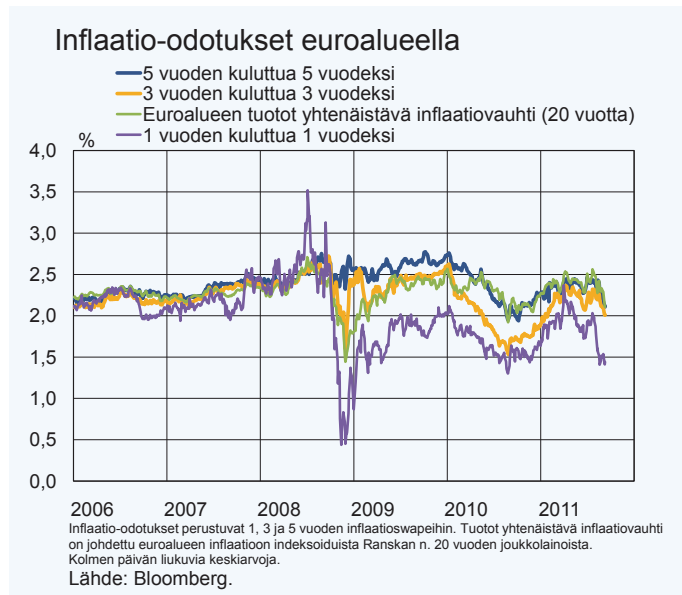
näkymistä. Muiden raaka-aineiden hintojen odotetaan futuurien perusteella nousevan vastaisuudessa hyvin maltillisesti. Jos talouskasvu jää ennustetun mukaisesti hitaaksi, voidaan odottaa, että suuret inflaatiolukemat ovat tällä erää takana.

Kyselytutkimusten mukaan sekä lopputuotteiden että tuotantopanosten hintoihin liittyvät nousupaineet ovat pysyneet maltillisina kehittyneissä maissa. Kesän aikana kuluttajien inflaatio-odotukset ja teollisuuden odotukset tuotteiden myyntihinnoista ovat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa laskeneet melko voimakkaasti. Myös rahoitusmarkkinainformaatiota johdettavat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat laskeneet viime viikkojen aikana.

Inflaatio-odotusten maltillistuminen kehittyneissä maissa vähentää niitä nousupaineita, joita energian ja elintarvikkeiden hinnoista voisi tulla palkan- ja korotuksiin ja sitä kautta inflaationäkymiin. Maltillisiin palkan- ja korotusvaatimuksiin viittaa myös kehittyneiden maiden kotitalouksien yleisen luottamuksen heikentyminen kesän aikana.

Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet kehittyneissä maissa edelleen melko vaimeina. Kehittyneiden maiden vapaiden tuotantoresurssien määrä ei ole muuttunut kesän aikana merkittävästi, sillä työttömyys on pysynyt suurena ja teollisuuden kapasiteetin käyttöaste melko matalana. Kaiken kaikkiaan suhteellisen heikot kehittyneiden maiden kotimaiset kysyntänäkymät vai-

Kuvio 11.



mentävät näiden maiden pidemmän aikavälin inflaatiopaineita.

Nousevissa talouksissa inflaatio on pysynyt kesän aikana vauhdikkaana, ja riskinä on, että se kiihtyy edelleen tulevaisuudessa. Kiinassa inflaatio oli heinäkuussa yli 6 %, Venäjällä ja Intiassa yli 9 % ja Brasiliassa liki 7 %. Vain Kiinassa pohjainflaatio oli selvästi vaimeampi kuin kokonaisinflaatio. Vaikka raaka-aineiden ja elintarvikkeiden hintojen oletetaan tulevaisuudessa kehittyvän melko maltillisesti, riskinä monissa nousevissa talouksissa on inflaation kiihtyminen tulevaisuudessa kotimaisen kysynnän ripeän kasvun myötä. Myös elintarvikkeiden tuleviin hintoihin liittyy ennustettua nopeamman nousun riskiä, koska satonäkymät ovat keskeisillä tuotantoalueilla elokuun aikana heikentyneet huonojen sääolojen vuoksi. Tämä voi aiheuttaa

inflaatiopaineita erityisesti nousevissa talouksissa, koska elintarvikkeiden osuus kotitalouksien kulutuskorista on näissä maissa suuri.

Globaali rahapolitiikka kaksijakoista

Vuonna 2011 globaalia rahapolitiikkaa on leimannut kaksijakoisuus. Kiina ja Intia ovat kiristäneet rahapolitiikkaansa sekä tavanomaisella korkopolitiikalla että esim. tiukentamalla pankkien vähimmäisvarantopolitiikkaa. Kehittyneissä talouksissa ohjaukorkoa ovat vuoden mittaan nostaneet mm. Etelä-Korea, Uusi-Seelanti, Venäjä, Ruotsi ja Norja. Myös EKP:n neuvosto korotti ohjaukorkoaan yhteensä 0,5 prosenttiyksikköä eli 1,5 prosenttiin huhti- ja heinäkuun kokouksissaan. Sen sijaan Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa rahapolitiikkaa ei ole kiristetty.

Myös rahapolitiikan epätavanomaisten toimien käyttö on jatkunut kehittyneissä maissa. Yhdysvaltojen keskuspankki saattoi kesäkuussa loppuun ns. QE2-ohjelmansa, jossa se osti Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjoja 900 mrd. dollarin arvosta. Tämän ja aiempien osto-ohjelmien seurauksena Yhdysvaltain keskuspankin taseen loppusumma on kasvanut noin 2 900 mrd. dollariin. Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna se vastaa lähes 20:tä prosenttia: taseen loppusumma suhteutettuna BKT:hen on noin kolminkertaistunut syyskuun 2008 jälkeen.

Japanissa ohjaukorko on pidetty lähellä nolaa ja rahapoliittista

elvytystä tullaan jatkamaan talouden tukemiseksi jälleenrakennusvaiheessa. Elokuun alussa Japanin keskuspankki ilmoitti kasvattavansa huomattavasti velkakirjojen osto-ohjelmansa. Elokuun alussa Japanin keskuspankki lisäsi jenimääräistä likviditeettiä valuuttamarkkinoilla estääkseen jenin vahvistumista. Myös Sveitsin keskuspankki on puuttunut frangin vahvistumiseen sen heikennettyä talousnäkyymiä. Englannin pankki jätti heinäkuuisessa kokouksessaan ohjaukorkon ennalleen, ja korko on nyt 0,5 prosentissa, mihin se laskettiin maaliskuussa 2009. Ruotsin keskuspankki nosti heinäkuun alussa ohjaukorkoaan 0,25 prosenttiyksikköä tasan 2 prosenttiin. Tämä oli Ruotsin seitsemäs perättäinen koronnosto.

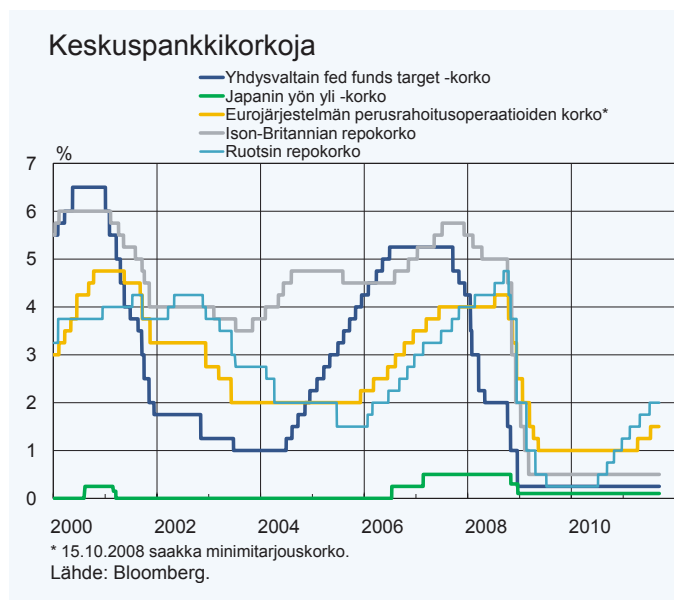
Eurojärjestelmä on lokakuusta 2008 alkaen tarjonnut luottolaitoksille rahapoliittisia luottoja ns. täyden jaon ja kiinteän koron politiikan mukaisesti. Pankit ovat voineet lainata vakuuksia vastaan kulloinkin vallitsevalla ohjaukorkolla eurojärjestelmältä haluamansa määrän. Finanssikriisin epävarmoissa oloissa pankit pyrkivät varmistamaan maksuvalmiutensa lainaamalla keskuspankilta yli tosiasiallisen tarpeensa. Näin pankkisektoriin syntyi runsaasti ylimääräistä keskuspankkirahaa, joka palautui keskuspankkiin ylimääräisinä reserveinä. Ylimääräisten reservien määrä onkin ollut eräänlainen finanssikriisin kuumemittari, joka kuvastaa pankkisektorin stressin määrää.

Alkukesään 2011 mennessä euroalueen pankkien ylimääräisten

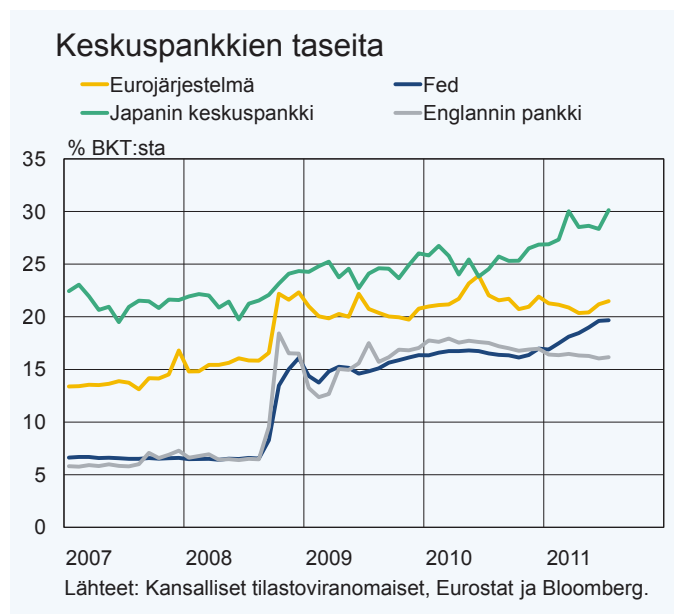
reservien määrä supistui lähelle finanssikriisiä edeltänyttä tasoa, mikä kertoi markkinatilanteen kohentumisesta ja pankkien keskinäisen luottamuksen parantumisesta. Tilanne ei kuitenkaan täysin normalisoitunut, ja erityisesti velkakriisiin ajautuneiden maiden pankkien markkinatilanne säilyi vaikeana. Heinäkuun lopulla tilanne heikentyi uudelleen niin osakemarkkinoilla, joukkovelkakirjamarkkinoilla kuin luottoriskivakuuksien osalta. Myös pankkien ylimääräiset reservit ovat alkaneet jälleen kasvaa.

Elokuun alun kokouksessaan EKP:n neuvosto päätti säilyttää rahoitusoperaatioissaan täyden jaon politiikan ainakin vuoden 2011 loppuun saakka. Perusrahoitus- ja hienosäätöoperaatiot toteutetaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina. Kolmen kuukauden ja yhden elokuussa suoritettujen kuukauden pitempi-aikaiset operaatiot pidetään kulloisenkin operaation aikaisella perusrahoitusoperaatioiden keskimääräisellä korolla. Rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi myös velkaperiohjelmia on toteutettu aktiivisesti elokuun aikana (ks. kehikko ”Eurojärjestelmän arvopaperien ostoissa uusi vaihe”). Syyskuun kokouksessaan EKP:n neuvosto päätti jättää rahapolitiikan mitoituksen ennalleen. Neuvosto kuitenkin muutti oleellisesti käsitystään talouden riskeistä.

Kuio 12.



Kuio 13.



Eurojärjestelmän arvopaperien ostoissa uusi vaihe

Elokuun 2011 alku oli rahoitusmarkkinoilla vaikeaa aikaa. Epäluottamus euroalueen valtionlainamarkkinoilla oli leviämässä reuna-alueen pienistä maista suurempiin ydinmaihiin. Samalla yksityinen pitkäaikainen varainhankinta pysähtyi lähes täysin. Yleinen hermostuneisuus uhkasi riistäytyä hallitsemattomaksi, itseään ruokkivaksi luottamuskriisiksi, jonka seuraukset reaali-taloudelle ja hintavakaudelle olisivat olleet arvaamattomat.

Sunnuntaina 7.8.2011

EKP:n pääjohtaja julkaisi lehdistötiedotteen, jossa eurojärjestelmän kerrottiin alkavan toteuttaa arvopaperimarkkinoita koskevaa ohjelmaansa aktiivisesti markkinahäiriöiden korjaamiseksi ja rahapolitiikan välittymisen varmistamiseksi. EKP:n arvopaperimarkkinoita koskeva ohjelma oli ollut käynnissä jo runsaan vuoden. Ohjelma oli aloitettu toukuussa 2010, kun Kreikan tilanteen kärjistyminen oli johtanut likviditeetin kuivumiseen tietyillä arvopaperimarkkinoiden lohkoilla. Tietoja osto-ohjelman kohdentumisesta ei julkisteta, mutta ohjelman alkuvaiheissa markkinoilla vahvistui käsitys, että ostojen kohteena olivat lähinnä Kreikan, Irlannin ja Portugalin valtionpaperit. EKP julkistaa viikoittain tiedon ostojen koko volyyymistä, ja näistä tiedoista ilmeni, että ohjelman mukaisesti tehdyt ostot väheni-

vät hiljalleen vuoden 2010 loppua kohden, kunnes koko ostettu määrä vakiintui vajaan 80 mrd. euroon.

EKP:n elokuisen ilmoituksen jälkeen ohjelman volyymi alkoi jälleen kasvaa. Syyskuun 9. päivään mennessä ostojen kokonaismäärä oli kasvanut 143 mrd. euroon. Tämä määrä vastaa runsasta prosenttia euroalueen BKT:stä. Markkinoiden käsityksen mukaan ostot olivat tällä kertaa kohdistuneet pääasiassa Espanjan ja Italian valtionpaperihin.

Elokuun jälkipuoliskolla rahoitusmarkkinoiden tilanne osoitti ajoittain rauhoittumisen merkkejä. Useat euromaat ilmoittivat valtiontaloutta korjaavista toimista, mikä osaltaan kohensi tunnelmaa valtionlainamarkkinoilla. Myös yksityinen pitkäaikainen varainhankinta alkoi taas käynnistyä. Syyskuun alussa hermostuneisuus kuitenkin palasi markkinoille.

Eurojärjestelmän toimia pidettiin laajalti perusteltuina, mutta samalla esiintyi myös huolia niiden vaikutuksista likviditeetin määrään ja hintavakautteen.

Arvopaperien osto-ohjelma on siinä määrin epätavallinen osa eurojärjestelmän rahapolitiikkaa, että siihen kohdistuva huomio on ymmärrettävää. Osto-ohjelman merkitystä arvioitaessa on tärkeää ymmär-

tää ohjelman tavoitteet ja asema eurojärjestelmän rahapoliittisessa ohjauksessa.

Arvopaperien ostot osana keskuspankkien toimintaa

Keskuspankkirahan liikkeeseenlasku ja määrän sääntely ovat keskuspankkitoiminnan operationaalista ydintä, jolla keskuspankki ohjaa markkinakorot ohjauksorkojen mukaisiksi. Keskuspankki laskee rahaa liikkeeseen pääasiassa joko ostamalla arvopapereita tai myöntämällä pankeille luottoja. Esimerkiksi Yhdysvaltain Federal Reserve käyttää rutiininomaisesti valtion liikkeeseen laskemien velkakirjojen ostoja ja myyntejä rahapoliittisen ohjauksen pääasiallisena välineenä. Viime vuosina kaikki tärkeimmät keskuspankit ovat lisänneet arvopaperiostojaan voimakkaasti. Fedin lisäksi myös Englannin pankki ja Japanin keskuspankki ovat ostaneet suuria määriä valtioidensa joukko-velkakirjoja rahapoliittisten tavoitteidensa saavuttamiseksi. Toisin kuin eurojärjestelmä, nämä keskuspankit ovat lisäksi asettaneet erillisiä rahapoliittisia tavoitteita keskuspankkirahan määrälle.

Siinä, että keskuspankki ostaa – valtion tai yksityisten liikkeeseen laskemia – velkakirjoja, ei siis sinänsä ole mitään poikkeuksellista. Poikkeukselliseksi eurojärjestelmän toimet

teki lähinnä se, että ostajana oli juuri eurojärjestelmä, jonka rahapoliittiseen toimintaan tällaiset ostot eivät perinteisesti ole kuuluneet.¹ Euroopan yhteisön perustamissopimukseen on kirjattu ns. keskuspankkirahoituksen kieltä, joka kieltää eurojärjestelmää suosimasta julkisia tahoja arvopaperiostoihinsa tai luotonannossaan. Näiden säännösten taustalla ovat historian kokemukset siitä, miten keskuspankin käyttö valtion menojen rahoittamiseen voi johtaa inflaation hallitsemattomaan kiihtymiseen.²

Keskuspankin valtionlaina-ostojen ja inflaation yhteys ei kuitenkaan ole yksioikoinen. Japanin keskuspankki aloitti suurimittaiset valtionlainojen ostot vuonna 2001. Runsaan kymmenen vuoden aikana sen hallussa olevien Japanin valtionlainojen määrä on kasvanut 81 biljoonaan jeniin. Tämä vastaa noin 17:ää prosenttia Japanin BKT:stä eli on kansantalouden kokoon suhteutettuna lähes 15-kertainen verrattuna eurojärjestelmän ostoihin. Tästä huolimatta Japanin keskimääräinen inflaatio on tuona aikana ollut

¹ Näiden rahapoliittisten ostojen lisäksi eurojärjestelmän keskuspankit ovat käytännössä aina ostaneet valtioiden velkakirjoja sijoittaessaan rahoitusvarallisuuttaan ja valuuttavarantojaan. Näillä sijoitusoperaatioilla ei kuitenkaan ole rahapoliittisia tavoitteita.

² Tuoreina esimerkkeinä Argentiina 1980-luvulla ja Zimbabwe 2000-luvulla.

negatiivinen eli $-0,2\%$.

Yhdysvalloissa Fed puolestaan käynnisti keväällä 2009 mittavan valtionpapereiden ostohjelman, jolla se pyrki tukemaan yksityisten velkamarkkinoiden toimintaa. Heinäkuun 2011 lopussa Fedin hallussa olevien Yhdysvaltain valtionpapereiden määrä on kasvanut 1 545 mrd. dollariin, mikä vastaa runsasta 10:tä prosenttia Yhdysvaltain BKT:stä. Tämän määrällisen keventämisen aikana Yhdysvaltojen pohjainflaatio on ollut keskimäärin 1,3 %.

Ilmeistä siis on, että yhteys keskuspankin suorittamien valtionpapereiden ostojen ja inflaation välillä ei ole mekaaninen. Valtionpapereiden ostot ovat pohjimmiltaan vain yksi rahapolitiikan väline monien joukossa. Lopputulos riippuu siitä, miten ostot nivELYTYVÄT rahapolitiikan laajempaan toimintakehikkoon ja tavoitteenasettaan. Myös vallitsevalla talustilanteella on suuri merkitys siinä, mikä on ostojen vaikutus esimerkiksi inflaatioon.

Mitotus ja tavoitteet olellaiset

Inflaation riski liittyy erityisesti tilanteeseen, jossa keskuspankin suorittamien valtionpapereiden ostojen tarkoitus on fiskaalinen ja ostot mitoitetaan valtion menotarpeiden perusteella. Tällöin keskuspankki menettää rahapoliittisen kontrollin ja inflaatio alkaa määräytyä valtion

rahoitustarpeiden perusteella. Euroalueella keskuspankeilta on tällainen toiminta perustamissopimuksella kielletty.

Tilanne on toinen, jos keskuspankki käyttää valtionpapereiden ostoja johdonmukaisesti välineenä hintavakauden ja rahoitusmarkkinoiden vakauden saavuttamiseksi ja toimet mitoitetaan näiden tavoitteiden mukaisesti. Tällainen toiminta ei vaaranna hintavakautta.

Eurojärjestelmän arvopaperiostot kuuluvat selkeästi jälkimmäiseen kategoriaan. EKP:n ja kansallisten keskuspankkien toteuttamien ostojen peruste on rahapoliittinen. Euroalueen rahoitusmarkkinoiden eräissä osissa oli käynnistymässä itseään ruokkiva epäluottamuksen kierre, joka alkoi muodostaa vakavan uhan rahoitusmarkkinoiden vakaudelle, rahapolitiikan välittymiselle ja viime kädessä hintavakaudelle. Tällaisen kierteen katkaiseminen kuuluu kiistatta keskuspankin toimialueeseen.

Kun eurojärjestelmä ostaa arvopaperin markkinoilta, se maksaa oston keskuspankkirahalla. Siten liikkeessä olevan keskuspankkirahan määrä kasvaa hetkellisesti kauppasumman verran. Asialla ei kuitenkaan ole inflaation kannalta merkitystä. Tähän on useita syitä:

- Eurojärjestelmä neutraali arvopaperiostonsa. Eurojärjestelmä toteuttaa viikoittain

keskuspankkirahaa vähentävän operaation, jossa se poistaa pankkijärjestelmästä velkaperiohjelmansa volyymia vastaavan määrän keskuspankkirahaa. Neutraloinnilla eurojärjestelmä korostaa, että toimenpiteellä ei pyritä vaikuttamaan inflaatiokkehitykseen, vaan korjaamaan markkinahäiriötä.

- *Keskuspankkirahan muutokset neutraloituivat myös automaattisesti.* Syksystä 2008 lähtien EKP on luopunut keskuspankkirahan määrän sääntelystä ja noudattanut huutokaupoissaan ns. täyden jaon menettelyä. Tämä tarkoittaa, että pankit saavat lainata vakuuksia vastaan rajoittamattoman määrän keskuspankkirahaa. Jos eurojärjestelmä kasvattaa keskuspankkirahan määrää suorilla arvopaperiostoilla, pankkien huutokaupoissa hankkiman keskuspankkirahan määrä vähenee vastaavasti. Lopputuloksena keskuspankkirahan määrä ei siis muuttuisi siitä, mitä se olisi ollut ilman velkakirjojen ostamista, vaikka kaikkia arvopaperiostoja ei neutraloitaisi.

- *Keskuspankkirahan määrä ei ole inflaation kannalta oleellinen.* Talouden inflaatiokkehityksen kannalta relevantti likviditeetin käsite ei ole keskuspankkiraha vaan talouden laaja likviditeetti eli lähinnä yleisön talletusten ja luottojen kasvu. Finanssikriisistä lähtien euroalueen talletusten ja luottojen

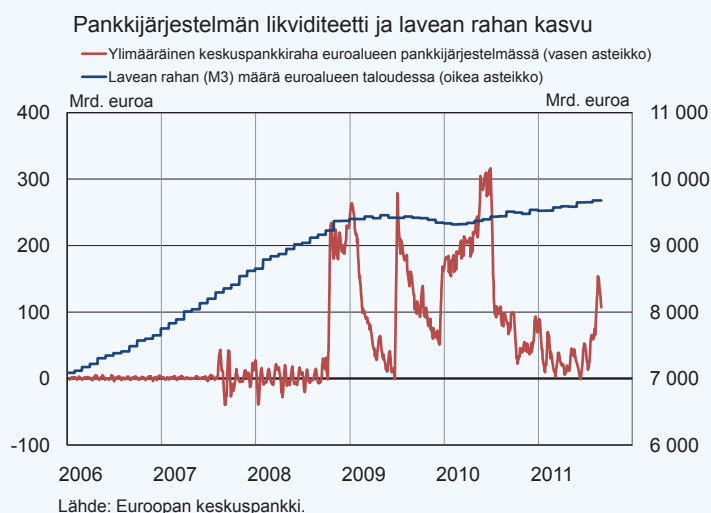
kasvu on – keskuspankkirahan ajoittain nopeastakin kasvusta riippumatta – ollut erittäin vaatimatonta ja väliin jopa negatiivista (ks. kuvio).

EKP:n ensisijainen väline euroalueen hintavakauden ylläpitämisessä on rahan hinta eli korkotaso. Jos talouden inflaatiopaineet kasvavat, EKP nostaa ohjauskorkojaan. Jos taas inflaatiotriskit muuttuvat ennustettua hitaamman inflaation suuntaan, EKP alentaa ohjauskorkojaan. Arvopaperiostot eivät häiritse tätä perusasetelmaa, vaan niiden

tarkoitus on päinvastoin tehostaa sitä.

Eurojärjestelmä turvaa arvopaperiostoillaan rahoitusmarkkinoiden vakautta ja toimintaa. Toimivat rahoitusmarkkinat ovat edellytys rahapolitiikan ennakoitavalle välittymiselle ja kansantalouden kasvulle. Siten arvopaperiostot eivät heikennä EKP:n korko-ohjausta vaan päinvastoin tukevat sen tehoa ja sitä kautta myös EKP:n hintavakaustavoitetta.

Kuvio.



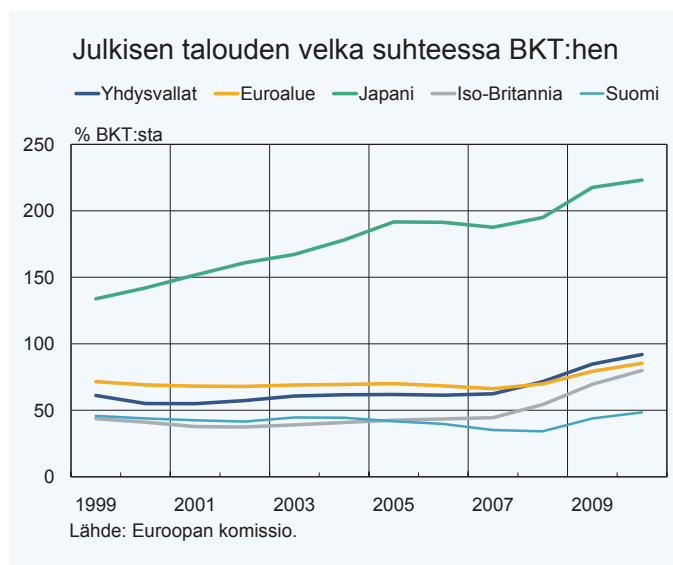
III Finanssipolitiikka haasteiden edessä

Valtioiden velkaantuminen on saavuttanut syksyllä 2008 kärjistyneen finanssi- ja velkakriisin seurauksena poikkeukselliset mittasuhteet. Kansainvälisen valuuttarahaston arvion mukaan suurten kehittyneiden talouksien (ns. G7-maiden) julkisen velan BKT-osuus lähestyy jo toisen maailmansodan jälkeistä tasoa. Velkasuhteen ripeän kasvun taustalla on kaksi tekijää. Yhtäältä syvä taantuma on kasvattanut vajeita ja siten julkisen velan määrää. Verokertymät ovat supistuneet, ja elvytys – niin automaattinen kuin päätösperäinenkin – on lisännyt menoja. Myös pankkijärjestelmien tukitoimet ovat useissa maissa lisänneet taantuman kustannuksia julkiselle taloudelle. Toisaalta bruttokansantuotteen supistuminen on kasvattanut velan BKT-osuutta entisestään.

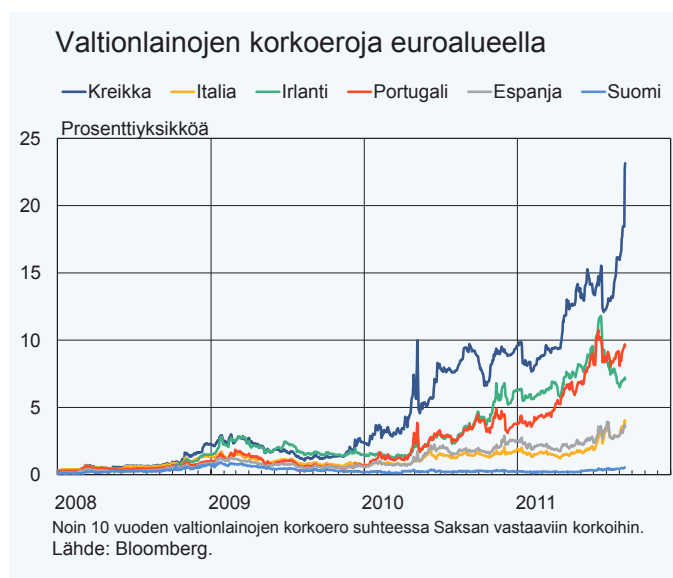
Kehittyneissä talouksissa julkisen velka oli jo kriisiä edeltävänä vuonna 2007 keskimäärin noin 73 % BKT:stä. IMF:n arvion mukaan nousevien maiden velkasuhde oli noin puolet tästä. Vuotta 2011 koskevat velkasuhteiden ennusteet ovat kehittyvien talouksien tapauksessa yli 100 % ja nousevien talouksien tapauksessa noin 35 %.⁴ Ero on suuri, vaikka nousevien talouksien velankantokykyä pidetään muun muassa institutionaalisten riskien (esim. poliittinen vakaus) johdosta selvästi

⁴ IMF Fiscal Policy Update. Kesäkuu 2011.

Kuvio 14.



Kuvio 15.



kehittyneiden talouksien kantokykyä heikompana. Myös velkataakan jakautuminen nousevien talouksien joukossa on hyvin epätasaista. Esimerkiksi Venäjän julkisen sektorin velka on vain noin 12 % BKT:stä,

kun taas esimerkiksi Intiassa ja Brasiiliassa velkasuhteet ovat yli 60 %. Myös Kiinassa julkisen sektorin velkavastuiden määrä on elvytyspolitiikan takia kasvanut viime vuosina huomattavasti. Kiinalaisviranomaisen mukaan paikallishallinnon velkamäärä on suurentunut parissa vuodessa 30 prosenttiin BKT:stä, mikä yhdessä keskushallinnon velan kanssa kasvattaa julkisen sektorin velkasuhteen 50 prosenttiin. Paljon suurempiakin arvioita on esitetty.⁵

Vaikka valtioiden velkakriisi on nostanut Euroopan maiden velkaongelmat valokeilaan, kokonaisuutena euroalueen vajeiden supistaminen on edennyt kehittyneistä päätalousalueista ripeiten. Yhdysvalloissa ja Japanissa julkisen sektorin vajeiden ennustetaan olevan tänä vuonna jo kolmatta vuotta 10 prosentin tuntumassa. Myös Isossa-Britanniassa sekä vuoden 2009 että vuoden 2010 vaje oli 10 prosentin huonommalla puolella, ja sen ennustetaan painuvan tänä vuonna lähelle 8½:ta prosenttia.

Euroalueella vaje oli suurimmillaan yli 6 % vuosina 2009–2010, ja sen ennakoidaan painuvan reiluun 4 prosenttiin vuoden 2011 aikana. Euroalueen muita suuria kehittyneitä päätalousalueita pienempi vaje on ollut pitkälti Saksan ja Italian varassa. Ranskassa vaje suureni talouskriisin myötä noin 7 prosenttiin. Ranskan tavoitteena on uusien toimenpiteiden ansiosta supistaa vaje kasvu- ja

⁵ BOFIT Viikkokatsaus 26/2011. Ks. www.suomenpankki.fi/bofit.

vakaussopimuksen mukaiseksi vuoden 2012 aikana. Espanjassa vaje oli syvimpinä kriisivuosina 2009–2010 keskimäärin noin 10 prosentissa. Espanja on määrätietoisten toimien avulla pienentämässä vajeensa 5 prosentin tuntumaan ensi vuodeksi.

IMF-/EU-ohjelmassa olevien maiden kehitys ei ole yhtenäistä. Irlannissa ohjelman toteutus on edennyt hyvin, ja maan taloudessa on havaittavissa alustavia kohentumisen merkkejä. Myös markkinoiden luottamus maata kohtaan on kohentunut. Tämä on näkynyt mm. siinä, että valtionlainojen korkoero suhteessa Saksan vastaaviin korkoihin on pienentynyt. Portugalin ohjelma on elokuun alussa suoritetun ensimmäisen neljännesvuositarkistuksen mukaan lähtenyt liikkeelle suunnitellusti. Sen sijaan Kreikan ohjelman toteutus on edennyt heikosti vuoden 2011 ensimmäisen neljänneksen jälkeen. Markkinoiden luottamus maan kykyyn selvitä ongelmistaan on heikentynyt edelleen elo-syyskuun aikana. Syyskuun toisella viikolla Kreikan hallitus kuitenkin ilmoitti uusista toimita, joilla se pyrkii saattamaan julkisen sektorin vaje tavoitteet IMF-/EU-ohjelman mukaisiksi. IMF:n, EU:n ja EKP:n asiantuntijat palaavat syyskuun puolivälissä Kreikkaan arvioimaan uusia esityksiä ja ohjelman tilannetta.

Onko kyky sietää julkista velkaa heikentynyt?

Syyt siihen, että useat euromaat ovat ajautuneet velkakriisiin tai sen partaalle, ovat monitahoiset. Osin on kysyt-

mys julkistalouden perustekijöiden selvästä heikentymisestä. Kreikan julkistalouden ongelmien koko syvyys paljastui vasta tilastotietojen hiljalleen tarkentuessa. Irlannin tilanne taas heikkeni rajusti pankkisektorin velkojen kaatuessa veronmaksajien syliin. Sen sijaan Portugalin tilanteeseen on vaikeampi löytää sellaisia taloudellisia syitä, jotka selittäisivät markkinoiden luottamuksen nopean murentumisen. Tilanne on pitkälti sama myös Espanjan ja Italian tapauksessa.

Näiden jälkimmäisten maiden ongelmat eivät johtuneet talouden näkymien muutoksesta. Silti korkoerojen kasvu kertoo, että markkinat katsovat näiden maiden maksukyvyyn heikentyneen jyrkästi. Markkinoiden käyttäytymistä voi ymmärtää, kun velkakestävyttä arvioidaan velkasuhde-ennusteiden avulla.

Velkasuhteen muutos määräytyy kolmen päätekijän tulemana. Nämä ovat perusjäämä eli julkisen sektorin menojen ja tulojen erotus ilman rahoituskuluja, velasta maksettavan koron ja bruttokansantuotteen kasvuvauhdin erotus sekä velkasuhteen lähtötaso. Velasta maksettavan koron ja talouden kasvuvauhdin erotuksen voi tulkitella eräänlaiseksi velkasuhteen reaalkustannukseksi. Jos kasvuvauhti ylittää velasta maksettavan nimelliskoron, tämä reaalkustannus on negatiivinen. BKT on tärkeä sekä tason että kasvun kautta: se määrää viime kädessä veropohjan, jolla julkista velkaa hoidetaan.

Velkasuhde ei suurene, kun velka kasvaa korkeintaan nimellisen BKT:n

vauhtia. Velkasuhteen supistaminen ja kestävyysongelman ratkaisu edellyttävät vakauttamiseen verrattuna pysyvästi suurempaa ylijäämää, BKT:n kasvuvauhdin kiihtymistä tai alhaisempaa velasta maksettavaa korkoa. Perusjäämän muutokset vaikuttavat velkakestävyysnäkyymiin kohtuullisen nopeasti. Kasvupotentiaalia kohentavat rakennepoliittiset toimet ovat myös tärkeitä mutta vaikuttavat yleensä hitaammin.

Kolmas tekijä, velan korkotaso, on ollut ratkaisevassa asemassa euroalueen velkakriisin etenemisessä.

Useimpien kehittyneiden maiden valtiontalouden rahoitus riippuu täysin markkinoiden luottamuksesta. Niin kauan kuin maan luottamus markkinoilla on hyvä, maa saa rahoitusta kohtuuhinnalla ja sen velkakestävyys säilyy. Kun markkinoiden luottamus murenee, rahoituksen hinta nousee ja velan odotetut hoitokustannukset kasvavat. Jos markkinoiden vaatima korkotaso nousee riittävästi, maa, jonka velka on aiemmin ollut hallinnassa, voi ajautua kestäättömälle uralle.

Vaikka talouden perustekijöillä on ollut roolinsa velkakriisin käynnistymisessä ja etenemisessä, on paljolti ollut kyse myös puhtaasta markkinapsykologiasta. Riskiä karttavat sijoittajat ovat pyrkineet ennakoimaan, mikä maa joutuu seuraavaksi kriisin silmään, ja yrittäneet vähentää sijoituksiaan maassa ennen tilanteen kärjistymistä. Kun riittävän moni sijoittaja toimii näin yhtä aikaa, tartunnas-

Useimpien kehittyneiden maiden valtiontalouden rahoitus riippuu täysin markkinoiden luottamuksesta.

ta tulee tosiasia ja maan luottamus markkinoilla murenee.

Kriisin eteneminen euroalueella on ollut sikäli johdonmukaista, että markkinapaineiden kohteeksi ovat joutuneet pääosin maat, joiden julkistalouden haasteet ovat suurimmat. Toisaalta paradoksaalista on, että eräät kriisin turvasatamiksi nähdyt maat kärsivät vakavista julkistalouden kestävyysongelmista. Erityisen vaikeasti ratkaistavia julkistalouden ongelmat ovat Japanissa, mutta myös Yhdysvallat on vakavien haasteiden edessä.

Reinhart ja Rogoff⁶ ovat arvioineet, että kun julkisen velan BKT-suhde on yli 90 %, se alkaa heikentää talousnäkymiä. Vaikka tällaisen rajarvon määrittäminen ei olekaan yksiselitteistä eikä välttämättä edes mielekäästä, tilanteen heikkeneminen viime aikoina on nostanut esiin kysymyksen, onko markkinoiden julkiselle velalle asettama ”yläraja” mahdollisesti laskenut. Jos tämä ajatus pitäisi paikkansa, useat kehittyneet maat joutuisivat purkamaan velkaantuneisuuttaan samaan aikaan yksityisen sektorin kanssa. Koska velkaantumisen purkaminen on hidasta ja vaimentaa talouskasvua, seurauksena voisi olla riskejä käsittelevässä kappaleessa kuvatun kaltainen hyvin hitaan kasvun kausi.

Miten vahvistaa finanssipolitiikan uskottavuutta?

Finanssipolitiikan uskottavuusongelmaa voidaan havainnollistaa ns.

⁶ Reinhart, C. – Rogoff, K. (2010) Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper No. 15639.

ricardolaisten vaikutusten avulla. Ne perustuvat julkistalouden budjettirajoitteeseen sekä siihen, miten budjettirajoite vaikuttaa yksityisen sektorin käyttäytymiseen. Koska valtio toimii budjettirajoitteen alaisena, sellainen verojen alennus, johon ei liity samansuuruisia julkisten menojen vähennystä, edellyttää nykyarvoltaan vastaavansuuruisia verojen lisäystä jossain vaiheessa tulevaisuudessa. Eteenpäin katsova taloudenpitäjä ei koe veronalennusta pysyväksi tulonlisäykseksi vaan verotuksen myöhentämiseksi. Taloudenpitäjän tulo-odotukset eivät muutu.

Teoriassa rationaalinen vastaus tällaiseen verotuksen siirtoon olisi pitää kulutus muuttumattomana: lisätä säästämistä tulojen kasvun verran ja siten varautua myöhempiin veronkorotuksiin. Yksityinen kysyntä ei tällöin kasvaisi, vaan säästämisen lisääntyminen neutralisoisi elvytyksen.

Monenlaiset reaalityalouden kitkattekijät johtavat siihen, että kuvatut vaikutukset eivät todellisuudessa ainaakaan täysin päde. Taloudenpitäjät eivät todellisuudessa kykene ennakoimaan tulevaisuutta riittävän tarkasti. Heidän käyttäytymisensä voi poiketa rationaalisesta, tai taloudenpitäjien ei ole mahdollista siirtää kulutusta tämän hetken ja tulevaisuuden välillä esim. rahoitusmarkkinoiden huonon toimivuuden vuoksi. Myöskään resurssit eivät reaalityaloudessa allokoitu kitkattomasti teorian mukaan. Näistä ongelmista huolimatta ricardolaisen mekanismin intuitio on tärkeä.

Viime aikoina tämä intuitio on noussut talouspoliittiseen keskusteluun käänteisessä muodossa eli julkisen talouden kestävyuden vaikutuksena tämän hetken yksityisen sektorin käyttäytymiseen. Jos valtio kykenee uskottavalla tavalla kohentamaan kykyään selviytyä pitkän aikavälin velvoitteistaan, eteenpäin katsovat taloudenpitäjät ennakoivat tämän näkyvän tulevaisuudessa pienempinä veroina/leikkauksina (tai pienempinä veronkorotuksina/leikkauksina) ja saattavat reagoida kasvattamalla (tai supistamalla vähemmän) kulutustaan jo nyt (tai supistamalla vähemmän). Siten tällaiset julkisen talouden velka-kestävyyttä kohentavat toimet voivat olla välittömiltä vaikutuksiltaan elvyttäviä, vaikka niihin ei sisältyisi vero- tai menomuutoksia lyhyellä aikavälillä.

Monissa kehittyneissä talouksissa velkaantumisen taittaminen edellyttää rakenteellisen perusrahoitus- aseman kohentamista usean prosenttiyksikön verran. Kestävyysvajeet ovat saavuttaneet monissa maissa sellaiset mittasuhteet, että ei ole realistista odottaa maiden kykenevän kuromaan umpeen vajeitaan vain tulevaisuuteen kohdistuvilla lupauksilla. Uskottavuuden palauttaminen edellyttää myös välittömiä toimia. Tilanteen tekee kuitenkin erityisen ongelmalliseksi haasteen samanaikaisuus keskeisillä talousalueilla. Pahimmillaan finanssipolitiikka, joka olisi riittävän kireä taittamaan velkaantumisen kasvun, uhkaksi ajaa paitsi yksit-

täiset maat myös koko maailmantalouden syvään ja pitkäaikaiseen taantumiaan.

Niissä maissa, joiden julkistalouksien kestävyys on markkinoiden näkökulmasta kyseenalainen, talouskasvua ei voi enää tukea julkisia menoja lisäämällä. Menojen lisääminen vain heikentäisi kotitalouksien, yritysten sekä markkinoiden luottamusta ja kasvattaisi maan velanhoidon kustannuksia. Tuloksena olisi epäluottamuksen kierre, jossa korkomenojen kasvu pahentaa valtion alijäämää ja ruokkii yhä syvempää epäluottamusta markkinoilla. Tämä epäluottamuksen kierre täytyy kyetä katkaisemaan.

Niillä mailla, joiden kyky hankkia rahoitusta markkinoilta on säilynyt hyvänä, on kuitenkin enemmän pelivaraa toimien ajoituksen suhteen. Niillä on mahdollisuus valita finanssi- poliittinen strategia, joka turvaa markkinoiden luottamuksen pysyvästi ilman, että lyhyen aikavälin talouskasvu vaarantuu. Olennaista on rakentaa sellainen uskottava finanssi- poliittinen ohjelma, jolla julkisten menojen kasvu kyetään patoamaan pitkällä aikavälillä kansantalouden kasvua hitaammaksi.

Tämänhetkessä tilanteessa on keskeistä havaita, että ongelmiin joutuneen yksittäisen maan omat toimet eivät enää välttämättä riitä palauttamaan uskottavuutta. Luottamus talouspolitiikan kykyyn selvitä haasteistaan on heikentynyt yleisesti niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin.

Niissä maissa, joiden julkistalouksien kestävyys on markkinoiden näkökulmasta kyseenalainen, talouskasvua ei voi enää tukea julkisia menoja lisäämällä.

Menetetyn luottamuksen palauttaminen edellyttääkin yhteistä tahtotilaa. Usko kykyyn saada kriisi hallintaan vaatii yksittäisten maiden panoksen lisäksi Euroopan laajuisten päätösten toimeenpanoa. Merkittävä askel tähän suuntaan on Euroopan päämiesten heinäkuun 21. päivän huippukokouksessaan tekemien kriisinhallintaan liittyvien päätösten ripeä toimeenpano.

Uskottavuuden palauttaminen on välttämätöntä myönteisen kierteen aikaansaamiseksi ja kriisimaiden valtionlainojen korkotason alentumiseksi. Julkistalouksien velkakestävyyttä koskevan luottamuksen koheneminen loisi tilaa kotitalouksien ja yritysten kulutukselle ja investoinneille ja mahdollistaisi kestävä talouskasvun käynnistymisen.

IV Makrotalouden epätasapainotekijät Euroopassa

Maailmantalouden viime vuosien tapahtumat ovat nostaneet esille tarpeen uudistaa talouden analysointia. Perinteisen reaalityökalun, inflaation ja työllisyyden keskittyvän talouspolitiikan lisäksi tarvitaan makrotalouden epätasapainoihin keskittyvää politiikkaa.⁷

Suomen Pankissa makrotalouden epätasapainotekijöiden seurannan kolme keskeistä osa-aluetta ovat kilpailukyky, velkaantuminen ja varallisuushinnat. Osa-alueiden analyysi muodostaa perustan maakoh- taisten epätasapainotekijöiden kokonaiskuvalle, jota täydennetään Eurooppa-tasoisella rahoitusmarkki- noiden, rahoituksen välittymisen ja

⁷ Makrovakaupoliittikan työkaluja on käsitelty tarkemmin tämän lehden artikkelissa "Makrovakaupoliittikan välineet".

Taulukko 2.

Makrotaloudellisten epätasapainotekijöiden seurantakehikko		
KILPAILUKYKY	VELKA, % BKT:STÄ	VARALLISUUSHINNAT
<ul style="list-style-type: none"> • Kilpailukykyindikaattorit • Yksikkötyökustannukset • Vaihtotase, % BKT:stä • Viennin markkinaosuus 	<ul style="list-style-type: none"> • Kotitaloudet • Yritykset • Rahoitussektori • Julkinen sektori • Ulkomainen nettovarallisuusasema 	<ul style="list-style-type: none"> • Asuntojen hinnat • Osakkeiden hinnat, indeksi • Osakkeiden markkina-arvo % BKT:stä
RAHOITUKSEN VÄLITTYMINEN JA PÄÄOMAVIRRAT		
Lähde: Suomen Pankki.		

pääomavirtojen analyysillä. Analyysissä pyritään selvittämään maakoh- taisten riskien laajuutta ja eri osa- alueiden riippuvuutta toisistaan sekä maakohtaisesti että eri maiden välillä. Tavoitteena on muodostaa käsitys keskeisten makrotalouden vakauden osa-alueiden kehityksestä ja löytää makrotaloudellisia tasapainotto- muuksia tai merkkejä sellaisten rakentumisesta mahdollisimman var- haisessa vaiheessa. Vaikka analyysi on pääasiassa maakohtaista, erityisesti rahoitusmarkkinaosuus vaatii laajem- paa näkökulmaa.

Analyysin perusteella voi tällä hetkellä nostaa esille kolme merkittä- vää makrotaloudellista vakauriskiiä Euroopassa:

1. rahoitussektorin- ja rahoi- tuksen välittymisen heikentyminen ja

näiden vaikutusten välittyminen muu- alle talouteen

2. heikko kilpailukyky erityi- sesti Etelä-Euroopan maissa

3. julkisen sektorin huonot näkymät yhdistettynä heikkeneviin kasvunäkymiin.

Rahoitusmarkkinoiden tila berkkä

Rahoitusmarkkinoiden tilan heikenty- minen on selkein uusi makrotalouden vakautta uhkaava riski, ja sen vaiku- tukset voivat levitä rahoituksen välitty- misen ja pääomavirtojen kautta maasta ja maanosasta toiseen. Kokonaisuudes- saan yleinen epävarmuus on kasvanut. Valtioiden velkakriisin kärjistyminen on lisännyt huolta talouskasvun hiipu- misesta ja pankkien luottotappioista. Näkymien heikentyminen on vuoros- taan kasvattanut pankkisektoriin liitty-

Kuvio 16.



viä riskejä ja vaikeuttanut eurooppalaisten pankkien omaa varainhankintaa erityisesti velkakriisimaissa.

Mikäli pankkien rahoituksen kustannukset kasvavat ja varainhankinta vaikeutuu, vaikutukset näkyvät pankkien asiakkaille. Rahoituksen saatavuuden heikentyminen koettelisi erityisesti pankkiluotoista riippuvaisia pienyrityksiä, joiden mahdollisuudet käyttää vaihtoehtoisia rahoituslähteitä ovat rajalliset. Yleinen epävarmuus huonontaa myös yritysten mahdollisuuksia hyödyntää muita rahoituskanavia, kun markkinarahoituksen kustannukset kasvavat ja rahoituksen saanti heikentyy riskitietoisuuden lisääntymisen myötä.

Rahoitusmarkkinoiden tämänhetkinen tilanne heikentää talouden näkymiä. Rahoituksen välittymisen vaikeutuminen sekä kuluttajien ja yritysten

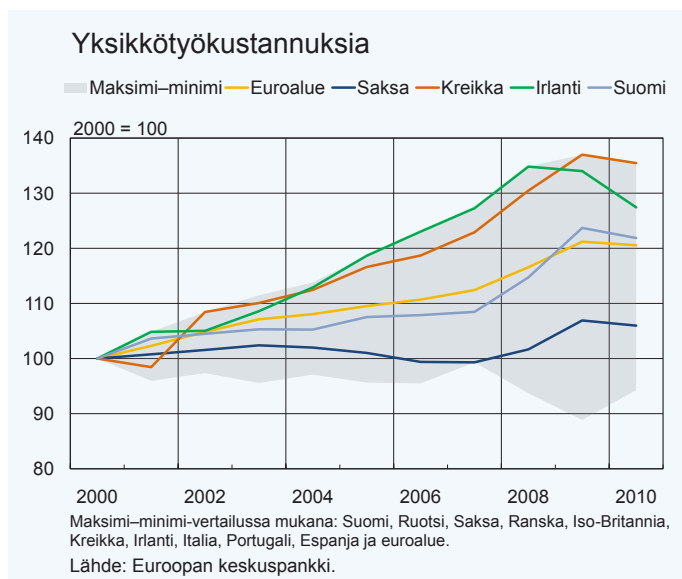
luottamuksen väheneminen heikentävät talouden kasvunäkymiä ja vaikeuttavat mm. velkakriisimaiden mahdollisuuksia saavuttaa tavoitteensa.

Heikko hintakilpailukyky rasittaa erityisesti Etelä-Euroopan maita

Kriisiä edeltävänä aikana hintakilpailukyky heikkeni trendinomaisesti monissa euroalueen maissa (kuvio 17). Erityisesti nyt velkakriisin kanssa kamppailevissa maissa yksikkötyökustannukset nousivat nimellispalkankorotusten ylittäessä tuottavuuden kasvun. Tilanne ei ole juuri korjaantunut viime vuosien aikana. Euroalueella valuuttakurssi määräytyy alueen keskimääräisen kehityksen mukaan. Yksittäisen jäsenmaan hintakilpailukykyyn menetys ei korjaannu valuutan devalvoitumisella, vaan edellyttää yksikkötyökustannusten alentamista joko nimellispalkkojen (suhteellisen) laskun tai tuottavuuden kohenemisen avulla.

Euron ensimmäisten vuosien aikana talouden sopeutuskuuria kävi läpi Saksa. Osaltaan Saksan tämänhetkinen kilpailukyky johtuu maan vientiteollisuuden hyvästä tuottavuudesta. Koko kansantalouden tasolla tuottavuuden kasvu ei kuitenkaan ole ollut erityisen huomattavaa. Osaltaan yksikkötyökustannuksia onkin sopeutettu vähäisten – jopa negatiivisten – palkankorotusten kautta. Saksan suhteellisen aseman korjaamista helpotti maailmantalouden suotuisa suhdanetilanne. Kilpailijamaiden kustannustason noustessa suhteellisen ase-

Kuvio 17.



man korjaantumiseen riittää kilpailijoita hitaampi kustannusten kasvuvauhti.

Tällä hetkellä menetetyt kilpailukyyn palauttaminen on aiempaa vaikeampaa. Maailmantalouden kysyntänäkymät ovat heikentyneet, ja viennistä saatava vetoapu on aiempaa vähäisempi. Lisäksi usean maan samanaikainen kuntokuuri vaikeuttaa yksittäisen maan suhteellisen aseman korjaamista.

Kilpailukyyn kehityksen kannalta Irlanti poikkeaa muista velkakriisiin kanssa kamppailevista maista. Verrattuna muihin kriisimaihin Irlannin kilpailukyyn kohentuminen on ollut merkittävää. Maan kilpailukyky on parantunut tuntuvasti yksikkötyökustannusten pienenemisen myötä. Vuoteen 2008 verrattuna Irlannin yksikkötyökustannukset ovat supistuneet noin 5,5 %. Muissa IMF-/EU-ohjelman maissa kilpailukyyn kohentuminen on toistaiseksi ollut hyvin vaatimatonta. Kilpailukyyn heikkous on ongelma myös Italiassa ja Espanjassa.

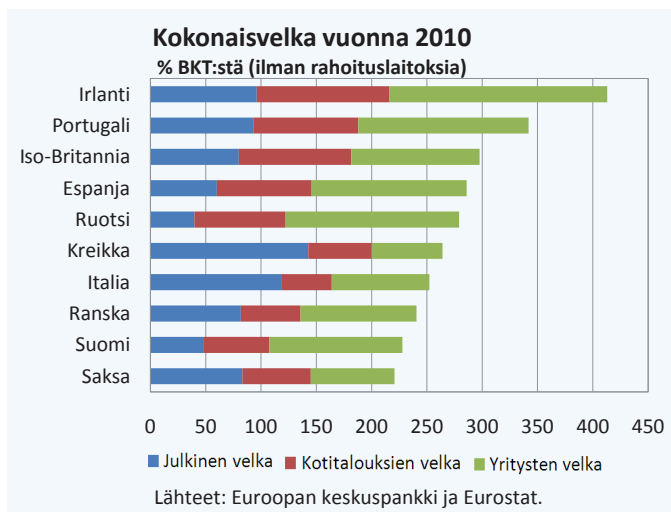
Kriisimaiden väliset erot kilpailukyvyssä nostavat esille rakenneuudistusten tarpeen Etelä-Euroopan maissa. Työmarkkinoiden ja palkkojen joustavoittaminen on merkittävä osa maiden kurssin kääntämistä. Myös tuottavuuden kohentaminen talouksien kilpailullisuutta lisäävien uudistusten kautta on maiden kasvupotentiaalin kannalta tärkeää. Tilanteen korjaantuminen on kuitenkin usein hidas prosessi.

Velkatasot edelleen korkeita

Euroopan maiden velkatilanteen tarkastelussa on julkisen sektorin velan lisäksi otettu seuraavassa mukaan kotitalouksien ja yritysten (paitsi rahoituslaitokset) velka, jotta saataisiin kattava kuva maan kokonaisvelkaantumisesta (kuvio 18). Kotitalouksien velkaantumisen nopeaan kasvuun liittyy tavallisesti asuntojen hintojen nousun kiihtyminen. Tämä voi liittyä mm. tulo-odotusten kasvuun tai rahoitusmarkkinoiden toiminnan muutoksiin. Tällaisia muutoksia voivat olla laina-aikojen takaisinmaksuajan pidentyminen, korkotason laskeminen ja korkotason heilahtelujen vaimentuminen sekä ulkomaisten pääomanliikkeiden voimistuminen.

Velkaongelmat ovat laajat useassa Euroopan maassa. Kreikassa, Portugalissa ja Irlannissa julkisen talouden rahoitusriskit ovat jo toteutuneet. Vaikka Irlannissa riskit toteu-

Kuvio 18.



tuivat julkisen velan lisääntymisen kautta, ongelmien alkuperäinen syy löytyy yksityisen velkaantumisen kes-
tämättömästä kasvusta. Velkakriisi siirtyi syksyllä 2009 pääosin julkisen sektorin vastuulle, kun Irlannin hallitus päätti taata suurimman osan pankkien veloista. Jo yksin tämän päätöksen riskien toteutuminen kasvatti julkisen velan kansantuoteosuutta kymmenillä prosentteilla. Pankkikriisiin ja syvän taantumun seurauksena Irlannin julkisen velan BKT-osuus kasvoi vuoden 2007 noin 25 prosentista noin 96 prosenttiin vuonna 2010.

Markkinoiden luottamus Italian ja Espanjan velanhoitokykyyn heikentyi heinäkuun lopulla. Italian ja Espanjan velan rakenteet poikkeavat toisistaan siinä, että Italiassa julkisen velan BKT-osuus on noin 120 %, mutta yksityisen sektorin (ilman rahoitussektoria) velka-aste on euroalueen maiden alhaisimpia. Espanjassa tilanne on lähes päinvastainen. Rahoitusmarkkinoiden tilan heikentyminen voi kuitenkin vaikuttaa merkittäväällä tavalla Italiaan. Pienyrityssektorin osuus on Italiassa erityisen suuri ja pankkilainojen saatavuuden heikkeneminen ja korkojen nousu voisivat vaikuttaa haitallisesti tähän sektoriin.

Espanjan riskit liittyvät Irlannin tapaan erityisesti asunto- ja kiinteistösektorilla vuosikymmenen aikana koettuun voimakkaaseen ylikuumenemiseen. Asuntojen ja kiinteistöjen hintojen lasku ja luottotappiot heikentävät pankkisektoria. Riskinä on, että osa tappioista päätyy julkisen sektorin

kannettavaksi samaan tapaan kuin Irlannissa. Espanjan kokonaisvelkaantumisen (rahoitussektoria lukuun ottamatta) on euroalueen maiden huomattavimpia. Luottamuksen mureneminen johtuneekin – yleisen riskinkarttamisen lisäksi – kasvunäkymien heikkene-
misestä, huonosta kilpailukyvyistä ja huomattavasta työttömyydestä.

Kolmas maa, joka on kesän aikana noussut otsikoihin, on Ranska. Ranskan taloutta koskenut keskustelu on kuitenkin ollut luoteeltaan hyvin erilaista kuin Italiaa ja Espanjaa koskenut. On pohdittu, säilyykö Ranskan valtionlainojen riskiluokitus parhaassa mahdollisessa AAA-luokassa vai heikennetäänkö sitä. Tämän keskustelun herättäjänä on ollut yhden merkittävän luottoluokituslaitoksen Yhdysvaltojen riskiluokitukseen kohdistama vastaavankaltainen huononnut. Elokuussa ja syyskuun alussa Ranskan valtiolainojen korkoerot Saksan korkoihin vastaaviin nähden ovat kasvaneet, mutta ovat silti edelleen suhteellisen pienet, mikä kuvastaa ennen kaikkea Saksan asemaa euromääräisten sijoitusten turvasatamana.

Velkaongelma on joidenkin Euroopan maiden akilleenkantapäätä. Sen ratkaisemiseen ei ole yksinkertaista eikä nopeaa lääketta. Ratkaiseminen vaatii pitkäjänteisiä politiikkamuutoksia, jotka koskevat myös yksityisen sektorin velkaantumista, eivät ainoastaan julkista velkaa.

Asiasanat: inflaatio, rahapolitiikka, taloudellinen tilanne

Finanssipolitiikan reaktiot talouskriisiin euromaissa

15.9.2011

Euromaat ovat pyrkineet vähentämään suhdanteiden muutoksista aiheutuvia tuotannon, työllisyyden ja tulojen vaihteluja finanssipolitiikalla. Poliitiikka on siis ollut vastasyklistä. Kriisin aikana politiikka reagoi aiempaa selvemmin talouden suhdan-tilanteeseen ja julkisen talouden pitkän aikavälin tavoitteet väistyivät osittain suhdannepolitiikan tieltä. Euromaita koskevat ennustevirheet ja tilastotietojen myöhempi tarkentuminen olivat kriisin aikana poikkeuksellisen suuria aiempaan kehitykseen verrattuna. Epävarmuus talouskehityksestä päätöksentekohetkellä vaikutti olennaisesti finanssipolitiikan suunnitteluun ja toteutukseen taantumavuosina.

Kansainvälinen finanssikriisi ja siitä aiheutunut globaali taloustaantuma nostivat aktiivisen suhdannepolitiikan keskeiseen asemaan kehittyneiden maiden talouspolitiikassa. Finanssipolitiikan automatiikka tasoitti osaltaan tuotannon romahtamisesta aiheutuneita tulonmenetyksiä, mutta julkisia menoja lisättiin ja verotusta kevennettiin myös päätösperäisesti. Tämän seurauksena julkisen talouden tila heikkeni voimakkaasti kaikissa euromaissa. Finanssipolitiikan suunta muuttui elvytyksestä julkisen talouden vahvistamiseen vuoden 2010 aikana, kun talousnäkymät kohentui-ivat ja julkisen talouden velkaongelmat nousivat esiin. Julkisen talouden vakauttamiseen onkin ryhdytty laa-

jasti euromaissa viimeisen vuoden aikana.

Aktiivisen finanssipolitiikan käyttöön suhdannepolitiikassa liittyy erilaisia riskejä. Elvytystoimet voivat osoittautua tehottomiksi, tai niiden vaikutukset talouteen voivat poiketa arvioidusta. Myös finanssipolitiikan vaikutusviivettä on vaikea ennakoida. Elvytyspolitiikka saattaa vaikuttaa vasta silloin, kun talous on jo toipunut taantumasta. Keskeisin finanssipolitiikan mitoitukseen liittyvä ongelma on kuitenkin epävarmuus talouskehityksestä. Jotta finanssipolitiikka pystyttäisiin mitoittamaan tarkoituksenmukaisesti, olisi politiikan perustuttava paitsi oikeaan näkemykseen talustilanteen edellyttämistä suhdan-netoimista myös oikeaan arvioon finanssipolitiikan liikkumavarasta.

Epävarmuus koskee siis paitsi tulevaa kehitystä myös vallitsevaa talustilannetta. Jos yliarvioidaan julkisen talouden rakenteellinen tasapaino eli tasot, joille tulot ja menot vakiintuvat suhdan-tilanteen normalisoitumisen jälkeen, ei finanssipolitiikka ole kestävällä pohjalla. Sekä finanssipolitiikan liikkumavaran että tulevan talouskehityksen väärinarviointi voivat johtaa jälkikäteen tarkastellen epätarkoituksenmukaiseen politiikkaan ja liialliseen velkaantumiseen.

Finanssipoliittiset päätökset joudutaan aina tekemään puutteellisen tilannekuvan ja tilastotiedon perusteella. Ei ole liioin yksinkertaista arvioida jälkikäteen finanssipolitiikan tarkoituksiperiä. Tilastotiedot tarkentuvat ja



*Helvi Kinnunen
neuvonantaja
rahopolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Maritta Paloviita
tutkijaekonomisti
rahopolitiikka- ja
tutkimusosasto*

kuva talouden suhdannetilanteesta selventyy vasta ajan myötä, joten jälkikäteen tarkastellen voidaan finanssipolitiikan reaktioista taloustilanteeseen saada vääristynyt käsitys. Kun halutaan tutkia, missä määrin suhdannepoliittiset pyrkimykset ovat ohjanneet finanssipolitiikkaa, tulee finanssipoliittisia toimia arvioida suhteessa päätöksenteon hetkellä käytössä olleisiin tietoihin. Tässä artikkelissa tarkastellaan euromaiden päätöseräistä finanssipolitiikkaa rahaliiton aikana tästä näkökulmasta. Tarkastelu perustuu siis päätöksenteon hetkellä käytössä olleisiin tietoihin eli ns. reaaliaikaiseen informaatioon.¹

¹ Artikkelin perustuu kirjoittajien tutkimukseen ”Finanssipolitiikan reaktiot euromaissa: mitä kriisi muutti?”, joka on julkaistu Suomen Pankin BoF Online -sarjassa. Tutkimuksessa on analysoitu euromaiden harjoittamaa finanssipolitiikkaa laajemmin estimoimalla reaktioyhtälöitä vuosien 1999–2010 reaaliaikaisella aineistolla. Analyysissä käytetty maakohtainen paneelidatointi on kerätty OECD Economic Outlook -julkaisuista.

Kriisi yllätti kaikki euromaat

Finanssipolitiikkaa on jouduttu harjoittamaan viime vuosina poikkeuksellisen suuren epävarmuuden oloissa. Talouskriisin yllätyksellisyydestä antaa käsityksen ennusteiden osuvuustarkastelu. Euromaiden keskimääräiset ennustevirheet kolmella eri tunnusluvulla mitattuna käyvät ilmi taulukosta 1. Keskivirhe mittaa ennustevirheiden systemaattisuutta eli sitä, onko ennuste säännönmukaisesti yli- tai aliarvioinut toteutunutta kehitystä. Absoluuttinen keskivirhe, jossa virheen etumerkki jätetään pois, kuvastaa ennusteiden keskimääräistä tarkkuutta. Keskineliövirhe mittaa myös absoluuttisen keskivirheen kaltaisesti ennusteiden tarkkuutta, mutta painottaa lisäksi poikkeuksellisen suuria ennustevirheitä. Kaikki nämä tunnusluvut osoittavat, että ennusteiden osuvuus oli kriisin aikana melko vaatimaton. Ennustevirheet suureni-

Taulukko 1.

	Koko aikaväli (1998–2010)			Ennen taantumaa (1998–2007)			Taantumana aikana (2008–2010)		
	Keski- virhe	Absoluut- tinen keskivirhe	Keski- neliö- virhe	Keski- virhe	Absoluut- tinen keskivirhe	Keski- neliö- virhe	Keski- virhe	Absoluut- tinen keskivirhe	Keski- neliö- virhe
<i>Suhdannekorjattu perusjäämä, % BKT:stä</i>	-0,39	1,11	1,61	0,06	0,81	1,00	-1,71	2,05	2,63
<i>Julkinen velka, % BKT:stä</i>	0,79	3,24	4,39	-0,34	2,48	3,04	4,57	5,75	6,98
<i>Tuotantokuilu, % BKT:stä</i>	-0,05	0,81	1,12	0,08	0,67	0,83	-0,54	1,31	1,65
<i>BKT:n kasvu, %</i>	-0,44	1,18	1,57	-0,14	0,90	1,10	-1,46	2,10	2,53

Lähteet: OECD Economic Outlook ja kirjoittajien laskelmat.

vat voimakkaasti: kaikkien muuttujien absoluuttiset keskivirheet ja keskineliövirheet kaksinkertaistuivat aiempiin ennusteisiin verrattuna. Esimerkiksi BKT:n keskimääräinen ennustevirhe suureni yli 2 prosenttiyksiköön, kun se ennen taantumaa oli vajaat 1 prosenttiyksikköä. Lisäksi kaikki euromaat aliarvioivat velan kehityksen systemaattisesti. Finanssipolitiikan mitoituksessa on niin ikään iso ennustevirhe. Toteutunut finanssipolitiikka on ollut taantumavuosina selvästi keveämpää kuin ennusteissa on arvioitu.

Ennustevirheiden vaihtelu vuosittain ja maittain osoittaa, että arviot tuotantokuilusta ja julkisen talouden suhdannekorjatusta perusjäämästä² ovat olleet suhteellisen epätarkkoja normaaleinakin aikoina (kuviot 1a ja 1b). Yksittäisiä maita koskevat ennustevirheet ovat olleet tuntuvia. Silti tuotantokuilua koskevat ennustevirheet vaihtelivat vuoteen 2008 saakka sekä maittain että etumerkiltään kohdalaisen tasaisesti. Suhdannekorjatun perusjäämän virheet ovat sen sijaan olleet systemaattisempia. Vuosina 2002–2005 julkisten talouksien rakenteellinen tasapaino oli useimmissa maissa ennustettua heikompi, ja vuosina 2006–2007 tilanne oli päinvastainen. Globaali taloustaantu-

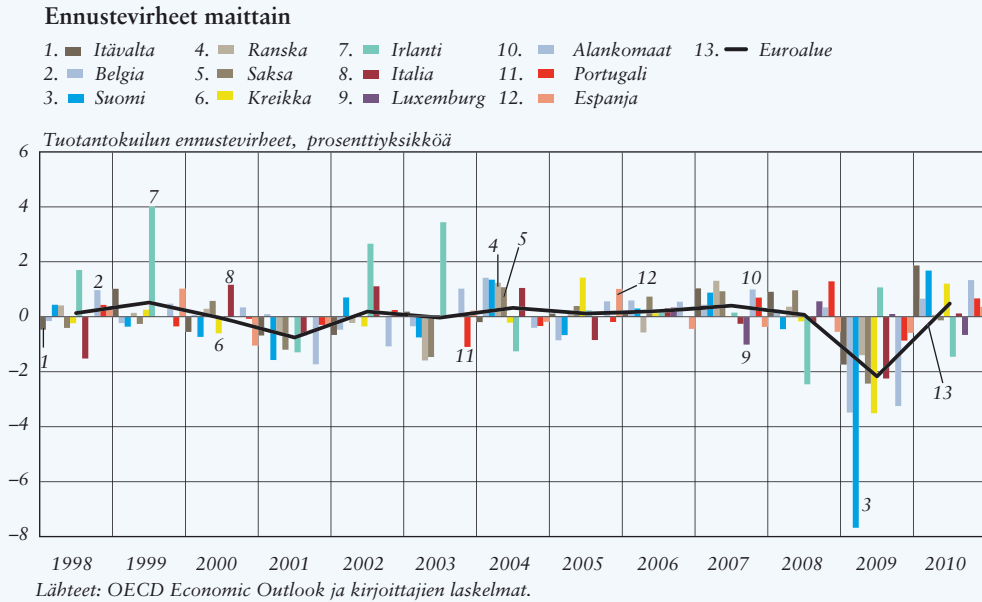
² Perusjäämä on laskettu poistamalla julkisen talouden rahoitustasapainosta suhdannetilanteen vaikutus ja muut päätöksistä riippumattomat tekijät, kuten korkojen muutoksesta tai velan tai saamisten aiemmasta kehityksestä johtuva vaikutus. Käytännössä julkisen talouden rahoitusjäämäästä poistetaan korkomenot ja se osuus rahoitusjäämästä, joka on seurausta siitä, että tuotanto poikkeaa potentiaaliselta tasoltaan.

ma vaikutti lähes kaikkiin euromaihin samanaikaisesti, samansuuntaisesti ja ennakoimattomasti. Tämä näkyy siinä, että vuonna 2009 kaikissa maissa tuotantokuilun ennustevirhe oli negatiivinen, eli tuotannon kehitys oli selvästi ennustettua heikompaa. Suhdannekorjattua perusjäämää koskevissa arviointivirheissä on ollut samanlainen kehitys. Myös maakohtaiset erot kasvoivat vuonna 2009. Erityisesti nousee esiin Kreikan ja Irlannin poikkeuksellinen kehitys. Ennustevirheiden tarkastelut osoittavat, että budjetteja laadittaessa käsitys taloustilanteesta on usein poikennut talouden tosiasiallisesta kehityksestä. Erityisesti kriisin aikana poikkeuksellisen suuri epävarmuus on vaikeuttanut finanssipolitiikan suunnittelua. Ennustevirheiden tarkastelut osoittavat myös Kreikan ja Irlannin selvästi muista poikkeavan kehityksen. Koska näiden maiden tapahtumat dominoisivat euromaiden keskiarvojen kehitystä, niitä ei ole otettu huomioon euroalueen politiikan arvioinnissa.

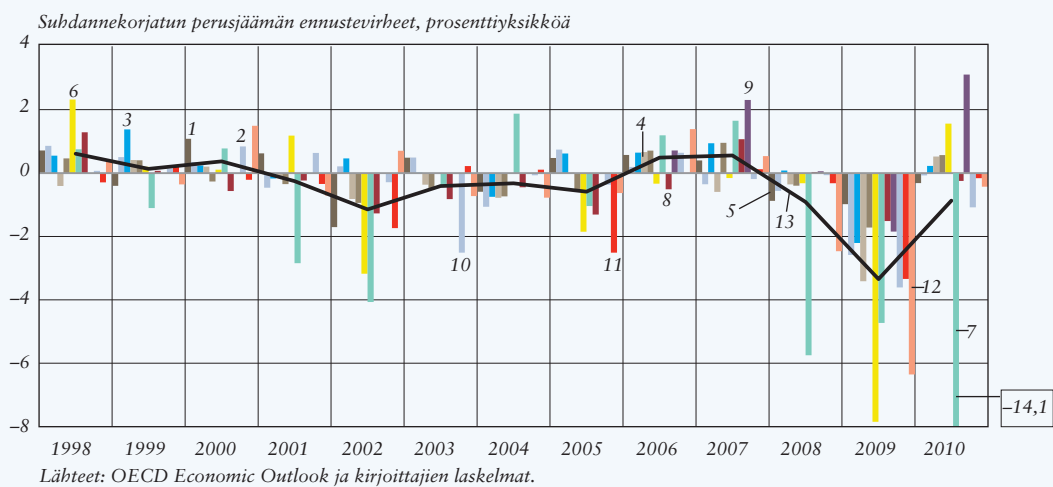
Miten finanssipolitiikalla reagoitiin taantumaa?

Finanssipolitiikan reaktiofunktion avulla voidaan havainnollistaa epävarmuuden ja budjettisuunnitelmien merkitystä finanssipolitiikassa. Reaktiofunktio antaa viitteitä siitä, kuinka arvio budjettivuoden talouskehityksestä ja pidemmän aikavälin politiikkatavoitteet vaikuttavat budjettisuunnitelmiin. Euromaiden suunniteltua

Kuvio 1a.



Kuvio 1b.



päätösperäistä finanssipolitiikkaa eli budjettisuunnitelmia arvioidaan potentiaalisen tuotannon tasoon suhteutetun suhdannekorjatun perusjäämän avulla. Budjettivuoden talouskehitystä mitataan tuotantokuiluennus-

teella ja politiikan pidemmän aikavälin tavoitteita ns. jatkuvuustekijän eli kulu- van vuoden perusjäämän avulla. Jatku- vuustekijä kuvaa finanssipolitiikan sääntöperäisyyttä eli sitä, kuinka pitkä- jänteistä politiikan suunnittelu on.

Jos finanssipolitiikka on suhdanteita tasaavaa, verotusta tiukennetaan tai menoperusteita kiristetään silloin, kun ennustettu tuotantokuilu on positiivinen eli kun reaalisen kokonaistuotannon taso ylittää potentiaalisen tuotannon tason. Laskusuhdanteessa tehdään päinvastoin. Jatkuvuustekijä kuvaa politiikkatoimenpiteiden pidempiaikaista sitoutumista: mitä suurempi sen kerroinestimaatti on, sitä enemmän politiikassa on pitkäjänteisyyttä. Mitä tiukemmat säännöt julkisille menoille (määräraha-kehukset) ja tasapainolle on asetettu, sitä vähemmän jää tilaa aktiiviselle, harkinnanvaraiselle finanssipolitiikalle. Huomattava jatkuvuus päätöspärisessä finanssipolitiikassa tarkoittaa, että yksittäisellä periodilla toteutetut toimet sitovat myös tulevia finanssipolitiikan valintoja.

Tutkimuksessa estimoitiin finanssipolitiikan reaktioyhtälö 10 euromaille käyttämällä reaaliaikaista paneeliaineistoa, joka kattaa vuodet 1999–2010.³ Saadut estimointitulokset osoittavat, että euromaiden budjeteilla on rahaliiton aikana pyritty tasaamaan suhdanteita (taulukko 2). Arviot budjettivuoden suhdanteesta ovat siis vaikuttaneet budjettisuunnitelmiin (suhdannemuuttujan kerroinestimaatti on tilastollisesti merkitsevä). Lisäksi euromaiden päätöspärisen finanssipolitiikka on ollut pitkäjänteistä (jatkuvuuskerroin on 0,6).

³ Maiden väliset erot otettiin paneeliestimoinnissa huomioon maakohtaisilla vakioilla.

Taulukko 2.

EMU-ajan estimointitulokset	
Suhdannemuuttujan kerroin	0,267* (0,082)
Politiikan jatkuvuuskerroin	0,557* (0,086)
Selitysaste	0,881
Durbin–Watson-testisuure	1,619
Keskijonot sulussa, * viittaa 5 prosentin merkitsevyytasoon.	
Lähteet: OECD Economic Outlook ja kirjoittajien laskelmat.	

Estimoineissa tarkastellaan suunniteltua finanssipolitiikkaa, mikä tarkoittaa käytännössä seuraavaa vuotta koskevaa budjettipolitiikkaa.⁴ Tulokset osoittavat, että politiikka on ollut euromaissa rahaliiton aikana keskimäärin suhdanteita tasaavaa. Finanssipolitiikkaa on siis kiristetty korkeasuhdanteessa ja kevennetty matalasuhdanteessa. Se on ollut myös pitkäjänteistä, eli yleisesti ottaen maat ovat toteuttaneet talouden suhdanteita tasaavaa finanssipolitiikkaa aikaisempia sitoumuksia noudattaen. Toisin sanoen finanssipolitiikan strategian toistuvat muutokset ovat olleet suhteellisen pieniä. Taustalla voi olla se, että eri maiden finanssipolitiikalle asettamat säännöt eivät ole mahdollistaneet suuria poikkeamia suhdanepolitiikan peruslinjasta, vaan politiikalla on sitouduttu pitkän aikavälin ohjelmiin. On syytä korostaa, että tulos koskee politiikkareaktioita suhdanteissa siihen näkemykseen talouskehi-

⁴ Aineisto sisältää seuraavaa vuotta koskevan budjetin, sillä se perustuu OECD:n joulukuussa ilmestyneisiin Economic Outlook -julkaisuihin.

Taulukko 3.

Korrelaatiokertoimet maittain: budjettisuunnitelmat ja tuotantokuilu

	<i>Budjettivuoden tuotantokuilusta</i>	<i>Kuluvan vuoden tuotantokuilusta</i>
<i>Alankomaat</i>	0,48	0,54
<i>Belgia</i>	0,67	0,54
<i>Espanja</i>	0,86	0,87
<i>Irlanti</i>	0,77	0,69
<i>Italia</i>	-0,27	-0,21
<i>Itävalta</i>	0,59	0,52
<i>Kreikka</i>	0,38	0,11
<i>Luxemburg</i>	-0,11	0,21
<i>Portugali</i>	0,40	0,45
<i>Ranska</i>	0,79	0,69
<i>Saksa</i>	0,59	0,73
<i>Suomi</i>	0,57	0,63
<i>Keskimäärin</i>	0,48	0,48

Lähteet: OECD Economic Outlook ja kirjoittajien laskelmat.

tyksestä, joka päätöksentekijöillä on varsinaisia budjetteja laadittaessa. Finanssipolitiikasta saa tyypillisesti kovin erilaisen käsityksen, kun sitä tarkastellaan jälkikäteen, suhteessa lopulliseen tietoon talouskehityksestä. Tällöin rahoitusjäämän kehityksessä näkyvät myös politiikan suunnanmuutokset budjettivuoden mittaan.

Keskimääräinen tulos ei tuo esiin yksittäisten maiden välisiä reaktioeroja. Yksittäisten maiden budjettisuunnitelmien ja reaaliaikaisen suhdannearvion väliset korrelaatiot viittaavat samansuuntaisiin reaktioihin (taulukko 3). Suhdannekorjattu perusjäämä ja suhdannetilanne (reaaliaikainen arvio kuluvan tai seuraavan vuoden tuotantokuilusta) ovat olleet pääasiassa positiivisesti ja voimakkaasti korreloituneita. Ainoastaan Italiassa finanssipolitiikan ja taloustilanteen välillä on ollut negatiivinen korrelaatio. Budjettisuunnitelmat ovat siis

vaihdelleet vastasyklisesti suhdannekäytävien kanssa molemmilla mittareilla mitattuna jotakuinkin yhtä vahvasti maittain. Tulos viittaa siihen, ettei reaktioissa todennäköisesti ole ollut kovin suuria eroja maiden välillä. Siten suhdannetilanne on vaikuttanut euromaiden budjettien suunnitteluun melko yhtenäisesti.

Finanssipolitiikalla on ollut keskeinen merkitys euromaiden elvytyksessä taloustaantumien aikana. Finanssipolitiikan reaktiofunktioiden avulla voidaan tarkastella, merkitsikö elvytys muutosta varsinaisessa budjettipolitiikassa eli tavanomaisen budjettiprosessin yhteydessä toteutettavassa linjauksessa. Voidaan kysyä, tinkivätkö euromaat budjettisuunnittelussa pidemmän aikavälin politiikkatavoitteista viime vuosien syvän kriisin aikana. Entä muuttuiko budjettisuunnittelu euroalueella kriisin myötä aiempaa enemmän suhdanteita tasavaksi? Kun suhdannemuuttujan kerroinestimaatti kasvaa, finanssipolitiikan suhdanneherkkyys voimistuu. Taantumavuosien finanssipolitiikan arvioimiseksi aineisto jaettiin estimoinneissa kahteen osaan ns. dummy-muuttujan avulla.⁵

Estimointitulokset (taulukko 4) osoittavat, että taantumien aikana finanssipolitiikka poikkesi jonkin verran pidemmän aikavälin politiikkakäytännöstä. Kun kriisivuosia ja aiempia vuosia tarkastellaan erikseen, molem-

⁵ Dummy-muuttuja saa estimoinneissa arvon nolla vuosina 1999–2007 ja arvon yksi vuosina 2008–2010.

pien jatkuvuuskertoimien ja kriisinaikaisen suhdannemuuttujan kerroinestimaatit ovat tilastollisesti merkitseviä 5 prosentin merkitsevyystasolla. Suhdannemuuttujan kerroinestimaatti on taantumavuosina suurempi kuin sitä edeltävänä aikana. Taantumauksen seurauksena suhdannetilanteen merkitys siis korostui aiempaa enemmän finanssipolitiikan strategiassa. Vastaavasti politiikan jatkuvuus pieni. Euromaille estimoitu jatkuvuuskerroin on kriisivuosina kuitenkin vain hieman pienempi kuin aikaisempina vuosina. Siten tulokset viittaavat siihen, että taantumankin aikana budjettisuunnittelussa pidettiin likipitään kiinni finanssipolitiikan sääntöperäisyydestä.

Taantumavuosien finanssipolitiikan arviointia

Finanssipolitiikan toimintaympäristö oli taantumavuosina poikkeuksellisen haastava. Huomattava epävarmuus talouskehityksestä ja samanaikainen tarve aiempaa aktiivisempaan finanssipolitiikkaan olivat riski politiikan oikean mitoituksen kannalta, mutta myös politiikkakäytännöt joutuivat koetukselle. Koska kriisi oli euromaissa syvä ja ennakoimaton, se edellytti päätöksentekijöiltä nopeaa reagoimista. Käytännössä seuraavaa vuotta koskevia budjettilinjauksia jouduttiin korjaamaan budjettikauden aikana. Reaaliaikaisen aineiston ja estimoitujen reaktiofunktioiden avulla voidaan tarkastella, kuinka paljon toteutuneesta finanssipolitiikan keventämisestä selittyy sillä, että suh-

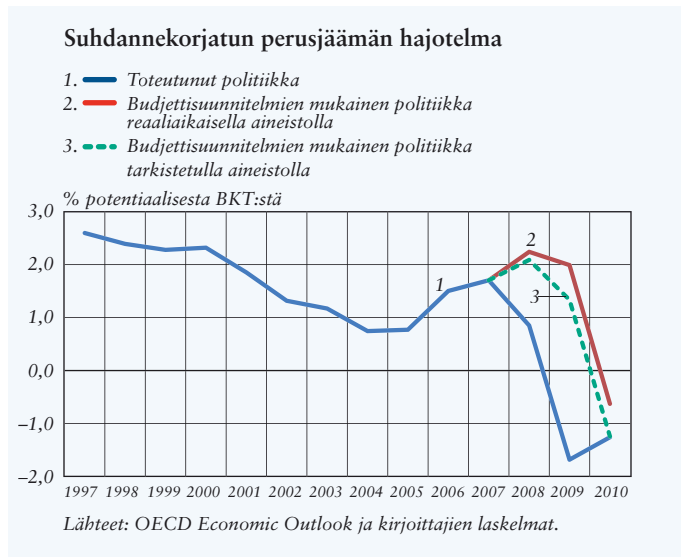
Taulukko 4.

Kriisivuosien ja aiempien vuosien estimointitulokset	
<i>Suhdannemuuttujan kerroin kriisin aikana (2008–2010)</i>	0,199* (0,073)
<i>Suhdannemuuttujan kerroin ennen kriisiä (1999–2007)</i>	0,121 (0,082)
<i>Politiikan jatkuvuuskerroin kriisin aikana (2008–2010)</i>	0,596* (0,098)
<i>Politiikan jatkuvuuskerroin ennen kriisiä (1999–2007)</i>	0,640* (0,082)
<i>Selitysaste</i>	0,907
<i>Durbin–Watson-testisuure</i>	1,890
<i>Keskijajonnot sulussa, * viittaa 5 prosentin merkitsevyystasoon.</i>	
<i>Lähteet: OECD Economic Outlook ja kirjoittajien laskelmat.</i>	

dannekuva täsmentyi vähitellen. Budjettisuunnitelmat oli käytännössä mitoitettu vastaamaan toteutunutta parempaa suhdannekehitystä.

Vaikka euromaiden budjettisuunnittelu muuttui kriisin myötä jonkin verran aiempaa suhdanneherkemmäksi, se ei tuottaisi havaitun suuruista finanssipolitiikan keventämistä siinäkään tapauksessa, että politiikka olisi mitoitettu todellisen suhdannekehityksen perusteella. Tämän havainnollistamiseksi tarkastellaan OECD:n uusinta arviota suhdannekorjatun perusjäämän kehityksestä viime vuosina ja kahta vaihtoehtoista perusjäämäuraa, jotka on laskettu reaktiofunktion estimointitulosten avulla (kuvio 2). Ne havainnollistavat budjettisuunnitelmien mukaista perusjäämän kehitystä päätöksenteon hetken tietojen perusteella (reaaliaikainen aineisto) ja myöhemmin tarkentuneiden tietojen perusteella (tarkistettu aineisto).

Kuvio 2.



Mikäli finanssipolitiikka olisi kriisivuosina toteutunut budjettisuunnitelmien mukaisesti (ilman budjettivuoden aikana tehtyjä lisäpäätöksiä) ja talouskehitys olisi mitoitettu vastaamaan päätöksentekohetken käsitystä suhdannetilanteesta, finanssipolitiikkaa olisi kevennetty vasta vuonna 2010. Toisaalta mikäli talouskehitys olisi politiikkasuunnitelmia tehtäessä arvioitu oikein, finanssipolitiikkaa olisi kevennetty jo vuonna 2009 selvästi. Koska arvio viime vuosien perusjäämäkehityksestä tarkentuu lopulliseksi vasta myöhemmin, osin potentiaalisen tuotannon arvion täsmentyessä, on syytä korostaa, että arvio taantumavuosien finanssipolitiikan osatekijöistä on vain suuntaantava. Arvio viittaa kuitenkin siihen, että taantumana aikana budjettisuunnitelmat olivat kohtalaisen kaukana todellisen suhdannetilanteen edellyttämästä politiikkareaktiosta. Tämä

näkyä kuviossa suurena erona suunnitellun ja toteutuneen politiikan välillä. Toteutuneen perusajajäämän pieneneminen vuonna 2010 viittaa finanssipolitiikan muuttumiseen elvytyksestä julkisen talouden vahvistamiseen.

Toteutuneen finanssipolitiikan jako osatekijöihin osoittaa, että huomattava osa toteutuneesta taantumavuosien elvytyksestä selittyy muiden tekijöiden kuin budjettisuunnitelmien ja tilastotietojen epävarmuuden kautta. Käytännössä budjettisuunnitelmien ja toteutuneen politiikan eroa selittävät budjettivuosien aikana tehdyt lisäpäätökset sekä muut tekijät, kuten taloudenpitäjien käyttäytymisen muutos elvytyksen seurauksena. Nämä tekijät selittävät valtaosan päätöspärisen rakenteellisen jäämän toteutuneesta muutoksesta.

Tarkastelu osoittaa, että finanssipolitiikassa on pystytty kriisin aikana joustavasti reagoimaan heikentyneeseen taloustilanteeseen kesken budjettivuoden. Toisaalta tulos korostaa sitä, että jos harjoitettua politiikkaa tarkastellaan myöhemmin tarkistettujen tietojen perusteella, voidaan päätyä kovin erilaiseen politiikkasäätöön ja finanssipolitiikan luonnehdintaan kuin päätöksentekohetken aikaista aineistoa käytettäessä.

Finanssipolitiikka muuttui kriisin myötä suhdanneherkemmäksi

Edellä esitetty tarkastelu osoittaa, että euromaita koskevat ennustevirheet ja tilastotietojen myöhempi tarkentuminen olivat kriisin aikana poikkeuksellisesti

sen suuria. Tulokset antavat myös viitteitä siitä, että euromaiden budjettilinjauksissa on tähdätty rahaliiton aikana suhdanteiden tasaamiseen. Finanssipolitiikalla on siis pyritty vähentämään suhdanteiden muutoksista aiheutuvia tuotannon, työllisyyden ja tulojen vaihteluja. Euromaiden budjettisuunnitelmia on keskimäärin kevennetty, kun suhdannetilanteen on päätöksentekohetkellä odotettu heikenevän. Vastaavasti suhdanteiden paraneminen on johtanut finanssipolitiikan kiristämiseen. Finanssipolitiikalle on ollut tyyppistä myös tietty pitkäjänteisyys, eli vuosittaisia politiikan muutoksia ovat hillinneet pidemmän aikavälin tavoitteet.

Taloustaantuma muutti finanssipolitiikan painotuksia. Kriisin myötä euromaiden finanssipolitiikka alkoi reagoida aiempaa herkemmin suhdannetilanteen muutoksiin ja samalla politiikan jatkuvuus väheni. Tulos viittaa siihen, että julkisen talouden pidemmän aikavälin tavoitteet väistyivät osittain suhdannepolitiikan tieltä kriisin aikana. Tulos on luonteva. Tilanteessa, jossa pelättiin finanssikriisin pahenevan edelleen ja jossa rahapolitiikka oli kevyttä ja siinä oli käytössä epätavanomaisia toimia, päätöksentekijät eivät halunneet ottaa riskiä liian kireästä finanssipolitiikasta. Kriisin aikana toteutunut finanssipolitiikka oli selvästi keveämpää kuin budjettisuunnitelmien perusteella voidaan päätellä.

Viime vuosien kehitys korostaa tilastotietoihin liittyvää epävarmuutta

ja finanssipolitiikan mitoitusta koskevia ongelmia. Lisäksi se painottaa luotettavien tilastojen ja entistä korkeatasoisempien analyysi- ja ennustemenetelmien kehittämisen tärkeyttä. Poikkeuksellisen suuri epävarmuus lähivuosien talouskehityksestä merkitsee, että riski suhdannepolitiikan jälkikäteen tarkastellen ”vääristä” mitoituksesta tulee säilymään merkittävänä myös vastaisuudessa. Tämä yhdessä julkisen talouden velkaongelmien kanssa lisää finanssipolitiikan haasteita entisestään. Suhdanteiden ja julkisen talouden liikkumavaran näkökulmasta väärin mitoitettu finanssipolitiikka voi johtaa rahoituskustannusten nousuun. Budjettisuunnitelmien huomattava ero toteutuneeseen politiikkaan aiheuttaa ongelmia myös EU:n tiukennettuun finanssipolitiikan koordinaatioon. Esimerkiksi budjettien etukäteistarkastus ei näiden tarkastelujen perusteella näyttäisi erityisen tehokkaalta, jos tulevaisuus osoittaa toteutuneen finanssipolitiikan poikkeavan päätöksentekohetkellä suunnitellusta yhtä paljon kuin viime vuosina.

Asiasanat: finanssipolitiikan reaktiofunktio, talouskriisi, reaaliaikainen aineisto

Keskuspankkitoiminta ja taseen riskit

13.9.2011

Keskuspankkitoiminnan merkittävimmät riskit liittyvät aina toteutettavan politiikan onnistumiseen eli siihen, päästäänkö tehdyillä päätöksillä hintavakauteen ja pystytäänkö hintavakautta vaarantamatta tukemaan muita talouspoliittisia tavoitteita. Keskuspankkitoimintaan liittyy myös taloudellisia riskejä. Nämä korostuvat erityisesti tilanteissa, joissa rahoitusmarkkinoiden ja talouden kehitys on epävakaa ja keskuspankit intervenoivat valuutta-, raha- tai pääomamarkkinoilla. Vaikka taloudellinen tulos ei ole keskuspankin ensisijainen tavoite, taloudellinen riippumattomuus on edellytys hintavakauteen pyrkivälle tehokkaalle rahapolitiikalle. Tässä artikkelissa tarkastellaan eurojärjestelmän toiminnan taloudellisia riskejä sen taseen kehityksen näkökulmasta.

Keskuspankkitoiminnan taloudellisten riskien arviointi voidaan aloittaa keskuspankin tulonmuodostuksen analysoinnista. Keskuspankki, kuten mikä tahansa taloudellinen yksikkö, tuottaa voittoa, kun sen toiminnan tuotto on suurempi kuin velkojen rahoituskustannukset. Vaikka Euroopan keskuspankki (EKP) vastaa euroalueen yhteisestä rahapolitiikasta, euroalueen keskuspankkitoiminnan kokonaiskuvan selvittämiseksi on tarkasteltava eurojärjestelmän kaikkien osien (EKP ja kansalliset keskuspankit) konsolidoitua tasetta. Näin on erityisesti siksi, että kansalliset keskuspankit toteuttavat euroalueen rahapolitiikkaa ja

valtaosa eurojärjestelmän rahoitusvarallisuudesta sekä omista pääomista on kansallisten keskuspankkien taseissa. Tässä artikkelissa avataan aluksi eurojärjestelmän taseen nykykoostumus, minkä jälkeen tarkastellaan, kuinka tase on kehittynyt ajan kuluessa. Keskuspankkitoiminnan makro- ja mikrotason riskien käsittelyn jälkeen vertaillaan lyhyesti eurojärjestelmän ja eräiden muiden valuutta-alueiden keskuspankkien taseiden kehitystä sekä tarkastellaan Suomen Pankin taseen keskeisimpiä muutoksia euroaikaan siirtymisen jälkeen.

Eurojärjestelmän tase

Valuuttavarannot (ml. kulta), rahapoliittiset operaatiot ja euromääräinen rahoitusvarallisuus muodostavat pääosan eurojärjestelmän taseen saamisista eli varoista (taulukko). Valuuttavarannon tuotto määräytyy valuuttojen arvonmuutoksista sekä sijoitustuotoista, joita varannolle saadaan. Koska valuuttakurssit ja kullan hinta vaihtelevat normaalioloissakin huomattavasti, euron ulkoisen arvon vaihteluilla on erittäin merkittävä vaikutus eurojärjestelmän vuotuisiin tuottoihin. Pidemmän ajanjakson tarkastelussa ei kuitenkaan ole syytä olettaa varantovaluuttojen arvon kehittyvän tavalla, joka poikkeaa ns. kattamattomasta korkopariteetista. Toisin sanoen valuuttavarantojen tuottojen voi olettaa pitkällä aikavälillä vastaavan euromääräisten sijoituskohteiden tuottoa, jossa riskit on otettu huomioon.



*Tuomas Välimäki
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*

Taulukko.

Eurojärjestelmän konsolidoitu tase 31.8.2011, mrd. euroa

Vastaavaa (varat)		Vastattavaa (velat)	
Valuuttavaranto (ml. kulta)	606	Setelistö	850
Rahapoliittiset luotot ja arvopaperit	700	Pankkien varantotalletukset	197
Euromääräinen rahoitusvarallisuus	438	Rahapoliittiset talletukset	232
Muut saamiset	328	Muut velat	793

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja kirjoittajan laskelmat.

Rahapolitiikan operaatioista valtaosa on euroalueen pankeille myönnettyjä luottoja. Näihin sisältyvät sekä viikoittain toistettavat perusrahoitusoperaatiot että pitempikestoiset jälleenrahoitusoperaatiot. Rahoitusmarkkina- ja valtionvelkakriisien aikana eurojärjestelmä on tehnyt myös rahapoliittisia arvopaperiostoja toiminnaltaan häiriintyneiltä markkinoilta, jotka ovat rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisiä. Lisäksi eurojärjestelmän keskuspankeilla on euromääräistä sijoitusomaisuudeksi rinnastettavaa rahoitusvarallisuutta, josta valtaosa on sijoitettu euroalueella liikkeeseen laskettuihin joukkovelkakirjoihin.

Keskuspankkikoron taso on pitkällä aikavälillä tärkein keskuspankin tulonmuodostukseen vaikuttava tekijä.

Pankeille myönnettävien luottojen tuotto on yleensä hyvin lähellä kulloinkin vallitsevaa rahapolitiikkakorkoa. Joukkolainojen tuotot puolestaan riippuvat niiden maturiteetista sekä riskipremioista. Koska rahapolitiikan operaatiot ovat valtaosin hyvin lyhytmaturiteettisia vakuudellisia luottoja, rahoitusvarallisuuden sijoittamisesta saadun tuoton odotusarvo ylittää politiikkaoperaatioiden tuoton likviditeetti- ja luottoriskipremioiden mukaisesti.

Setelistö on suurin yksittäinen velkaerä eurojärjestelmän taseessa. Seteleitä voidaan pitää keskuspankin liikkeeseen laskemina nollakorkoisina velkakirjoina, joten seteleitä vastavalla varallisuudella ei ole suoraa rahoituskustannuksia. Lähtökohtaisesti pankkien täytyy lainata keskuspankilta rahaa kyetäkseen ostamaan seteleitä keskuspankilta ja vastamaan kotitalouksien ja yritysten setelinkysyntään. Keskuspankin setelinanto-oikeudestaan saamaa rahoitustuloa voidaan karkeasti arvioida kertomalla setelistön määrä rahapolitiikkakorolla. Keskuspankkikoron taso onkin pitemmällä aikavälillä tarkasteltuna ylivoimaisesti suurin keskuspankin tulonmuodostukseen vaikuttava yksittäinen tekijä.

Käteisrahan ohella eurojärjestelmän vastapuolipankeilleen myöntämiä luottoja kasvattaa vähimmäisvarantovelvoite.¹ Liikepankkien kansallisissa keskuspankeissa varantovelvoitteen täyttämiseksi pitämät talletukset ovat keskuspankin tulonmuo-

¹ Kunkin pankin on pidettävä keskuspankkiililään rahamäärä, jonka keskiarvo ei saa alittaa pankin velkaerien pohjalta määritettyä vähimmäisvarantovelvoitetta.

dostuksen kannalta neutraali tase-erä, sillä varantotalletuksille maksetaan samaa korkoa, jota keskuspankki veloittaa pankeilta perusrahoitusoperaatioissa myönnettyistä luotoista.

Eurojärjestelmä maksaa yötalletuskorkoa² varantovelvoitteet ylittävälle pankkien talletuksille.³ Yötalletuskorko on luotto-operaatioiden korkoa matalampi, mistä syystä keskuspankki hyötyy rahallisesti, kun pankkien talletukset ovat suuremmat kuin varantovelvoitteet edellyttävät. Toisin sanoen pankkisektori kokonaisuudessaan toimii keskuspankkiin nähden tappiollisesti, jos pankit lainaavat varantovelvoitteen ylittävän määrän keskuspankkirahaa. Finanssikriisin aikana pankit ovat lainanneet ylimääräistä keskuspankkirahaa varautuakseen maksuvalmiutta edellyttäviin negatiivisiin yllätyksiin.

Eurojärjestelmän taseen suurimpiin velkaeriin kuuluvat lisäksi valtioiden tietyissä kansallisissa keskuspankeissa pitämät talletukset sekä keskuspankkien omat pääomat. Kansalliset keskuspankit voivat maksaa valtioiden talletuksille korkoa, jonka on kuitenkin oltava markkinakorkoa alempi. Omat pääomat ovat puolestaan koroton erä, jonka rahoituskustannukset voidaan johtaa esimerkiksi

² Perusrahoitusoperaatioiden koron ja yötalletuskoron erotus on normaalisti ollut prosenttiyksikön suuruinen, mutta finanssikriisin aikana ja erityisesti nimellisten korkojen nollakorkorajoitteen konkretisoiduttua tämä korkoero on ollut 0,75 prosenttiyksikköä.

³ Pankkien on siirrettävä varantovelvoitteen ylittävät rahat erillisiksi yötalletuksiksi ansaitakseen niille korkoa.

keskuspankin voitonjakopolitiikasta tai omistajan (yleensä valtion) rahoituskustannuksesta.

Edellä kuvattujen taseen saatavuopuolen tase-erien juokseva korkotuotto ylittää velkapuolen rahoituskustannukset. Lähtökohtaisesti keskuspankkitoiminta tuottaa siis voittoa, jolla katetaan keskuspankin toimintamenot ja josta merkittävä osa jaetaan omistajataholle eli valtiolle. Keskuspankkitoimintaan sisältyy kuitenkin myös elementtejä, joiden vuoksi vuotuinen tulovaihtelu voi olla erittäin merkittävää. Keskeisimmät riskit liittyvät valuuttavarannon ja kullan arvon vaihteluun, rahapoliittisten operaatioiden ja sijoitusomaisuuden korko- ja luottoriskeihin sekä sijoitustoiminnan markkinariskisiin. Näiden riskien realisoitumiseen ja rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamiseen keskuspankit varautuvat keräämällä osan tuotoistaan riskipuskureiksi taseisiinsa.

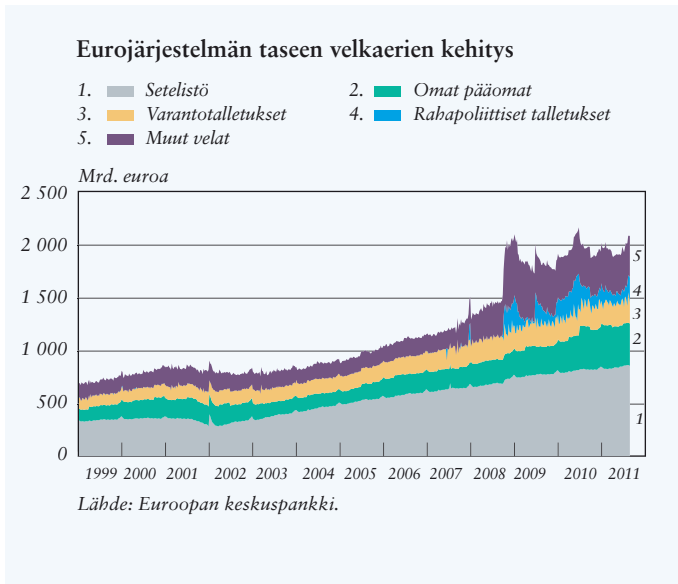
Eurojärjestelmän taseen kehitys

Eurojärjestelmän taloudellisten riskien merkittävimmät taustatekijät konkretisoituvat parhaiten tarkastelemalla eurojärjestelmän taseen kehitystä ajan kuluessa. Velkaerien (erityisesti setelistön) kehitys on vuosien mittaan dominoinut eurojärjestelmän taseen loppusumman muutoksia (kuvio 1).⁴

⁴ Suurilla valuutta-alueilla tämä on varsin normaalia. Kun taas kyseessä ovat pienet valuutat, keskuspankkien taseen loppusumman vaihtelu on usein seurausta valuuttavarantojen kehityksestä.

Setelistön kasvu on hallinnut eurojärjestelmän taseen kehitystä.

Kuvio 1.



Eurokäiteisen käyttöön siirtymisestä aina rahoitusmarkkinahäiriön alkuun (tammikuusta 2002 elokuuhun 2007) setelistön kehitys selitti 90 % eurojärjestelmän viikkotaseen loppusumman muutoksista. Rahoitusmarkkinoilla syksystä 2007 alkaen koetun kriisin aikana taseen velkaerien 877 mrd. euron kasvu on jakautunut melko tasan setelistön, rahapoliittisten talletusten, omiin pääomiin rinnastettavien erien sekä muiden velkojen kesken.

Pankkien kansallisiin keskuspankkeihin tekemät yötalletukset lisääntyivät räjähdysmäisesti Lehman Brothersin konkurssin jälkimainingeissa. Tuolloin rahoitusmarkkinoiden toimintakyky halvaantui ja osa rahamarkkinoiden normaalisti hoitamaa rahoituksenvälitystä siirtyi eurojärjestelmän keskuspankkien tehtäväksi ja niiden taseeseen. Kriisioloissa pankit eivät halunneet luotottaa toisiaan entiseen tapaan, mistä syystä

alijäämäiset pankit lainasivat koko likviditeettitarpeensa keskuspankeilta ylijäämäisten pankkien tallettaessa ylimääräiset varansa keskuspankkiin. Keskuspankin laina- ja talletuskorkojen erotus kuitenkin tarjosi pankeille kannustimen siihen, että ne pyrkisivät normalisoimaan rahamarkkinoiden toimintakyvyn mahdollisimman nopeasti.

Yötalletusten lisäksi rahapoliittisten talletusten määrää ovat toukokuusta 2010 lukien kasvattaneet pankeilta vastaanotetut viikon mittaiset talletukset, joilla neutraloidaan arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman synnyttämä likviditeetti-vaikutus.

Muiden velkaerien kasvussa näkyvät sekä valtioiden tekemien keskuspankkitalletusten kriisinaikainen kasvu että erityisesti loppuvuodesta 2008 valuuttamääräisen jälleenrahoituksen myöntämiseen liittynyt velka euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille. Eurojärjestelmä vastaanotti valtioiden talletuksia hieman yli 50 mrd. euron edestä elokuussa 2008, mistä määrä yli kaksinkertaistui vuodessa noin 115 mrd. euroon. Rahoitusmarkkinahäiriön aikana useat keskuspankit alkoivat myöntää vastapuolilleen vieraan valuutan määräistä lainaa. Eurojärjestelmä rahoitti vastapuoliaan tuolloin eurojen lisäksi dollarin ja Sveitsin frangin määrällisillä lainoilla. Koska nämä pankeille lainatut valuutat hankittiin valuuttaswapeilla Yhdysvaltain sekä Sveitsin keskuspankista, taseessa valuuttaluottojen vastaeränä toimivat valuutta-

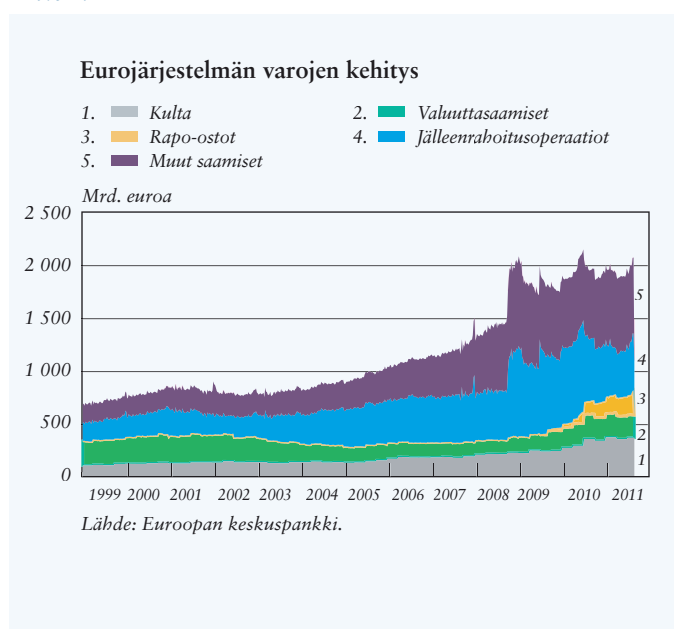
määräiset velat euroalueen ulkopuolelle. Lehman Brothers -pankin kaatumista seuranneen akuutin rahoitusmarkkinakriisin myötä valuuttalainat kasvoivat jopa yli 300 mrd. euron. Keskuspankit ovat aiemminkin toimineet yhteistyössä esimerkiksi koordinoimalla valuuttainterventioitaan. Vuonna 2007 alkaneen rahoitusmarkkinoiden toimintahäiriön aikana yhteiset toimet kasvoivat kuitenkin täysin uusiin mittoihin sekä toimenpidemallien että operaatioiden koon suhteen. Edellä kuvatuilla valuuttaluotoilla ei ole ollut oleellista vaikutusta eurojärjestelmän taloudelliseen tulokseen, sillä vastapuolipankkien luotoista perittävä korko on asetettu vastaamaan valuutoista vieraalle keskuspankille hyvitetävää hintaa.

Tarkasteltaessa eurojärjestelmän taseen saamispuolen eli varojen kehitystä havaitaan, että eurojärjestelmä vastasi vuosien 2002–2007 nopeaan setelistön kasvuun ja siitä seuranneeseen pankkijärjestelmän rakenteellisen keskuspankkirahatarpeen syvenemiseen ensisijaisesti lisäämällä likviditeetin tarjontaa luotto-operaatioissa (kuvio 2).

Koska näiden normaalisti lyhytmaturiteettisten operaatioiden moninkertaistumista ei pidetty tarkoituksenmukaisena,⁵ eurojärjestelmä päätti lisätä rakenteellista likviditeetintarjontaansa sallimalla kansallisten kes-

⁵ Viikko-operaatioissa jaetun likviditeettimäärän kasvu voimisti pankkien huutokaupoissa kohtaamaa allokaatioepävarmuutta, mikä alkoi tietyssä vaiheessa näkyä operaation koroissa.

Kuvio 2.



kuspankkien kasvattaa omaa rahoitusvarallisuuttaan. Kun keskuspankki maksaa sijoitusvarallisuuden hankintansa keskuspankkirahalla, se samalla luo likviditeettiä, mikä puolestaan pienentää pankeille rahapoliittisina luottoina myönnettävän jälleenrahoituksen tarvetta. Eurojärjestelmän euromääräiset (rahapolitiikkasaamisten ulkopuoliset) sijoitukset kasvoivat liki 200 mrd. eurolla vuodesta 2002 elokuuhun 2007. Osin tämä kasvu kuitenkin heijasti useiden kansallisten keskuspankkien tekemää päätöstä pienentää valuuttavarantojensa kokoa myymällä valuuttoja euromääräisiksi saamisiksi. Valuuttamääräisten sijoitusten vaihto euromääräisiksi ei muuta liikkeessä olevan eurolikviditeetin määrää, mutta pienentää rahoitusvarallisuuteen liittyviä (valuutta)riskejä merkittävästi.

Kullan hinnannousu on kasvattanut eurojärjestelmän tasetta huomattavasti.

Rahoitusmarkkinakriisin alussa näkyvin muutos eurojärjestelmän taseen saamisissa oli rahapoliittisten luotto-operaatioiden paisuminen 450 mrd. eurosta yli 800 mrd. euron muutamassa viikossa Lehman Brothersin konkurssin jälkeen. Kriisin pahimman vaiheen hellitettyä ylimääräisen likviditeetin kysyntä kuitenkin pieneni merkittävästi, kunnes pankkisektori kesällä 2009 siirtyi uudelleen ylikvidiin tilaan eurojärjestelmän lainattua 450 mrd. euron edestä vuoden mittaista jälleenrahoitusta euroalueen pankeille.

Jälleenrahoituksen määrän kasvattaminen ja maturiteetin pidentäminen altistavat eurojärjestelmän normaalitilaa suuremmille luotto- ja korkoriskeille. Keskeisin eurojärjestelmän jälleenrahoitusoperaatioiden luottoriskien hallinnan väline ovat vakuudet. Pankit voivat lainata keskuspankkirahaa vain vakuuksia vastaan. Eurojärjestelmä pienentää altistumistaan luottoriskeille valitsemalla vakuuskelpoiset omaisuuseräluokat, arvostamalla vakuudet päivittäin markkinahintaan sekä laskemalla arvopapereiden vakuusarvot niiden markkina-arvojen alapuolelle (vakuuksien aliarvostus).

Riskienhallintamenettelyjen mitoittaminen ei kuitenkaan ole mutkatonta. Keskuspankkirahoituksen määrän voidaan olettaa olevan suurimmillaan ja pankkien ja vakuuksien liikkeeseenlaskijoiden luottokelpoisuuden heikoimmillaan finanssikriisissä, kun luottojen kysyntä kasvaa ja

vastapuolipankkien sekä yritysten rahoitusasema heikkenee. Tämä riskien myötäsyklisyys aiheuttaa keskuspankille dilemman. Yhtäältä keskuspankki voisi vähentää riskialtistumistaan kiristämällä rahoituksensa määrää ja vakuusvaatimusta. Toisaalta nimenomaan ylläpitämällä rahoituksen jatkuvuutta keskuspankki vakauttaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja ehkäisee vakavaraisten pankkien kaatumisen väliaikaisiin likviditeetti-ongelmiin. Pankkisektorin hätärahoittajana toimiminen vaatiikin keskuspankilta valmiutta hyväksyä luottoriskien väliaikainen kasvu kriisioloissa.

Kullan hinnan nousu on johtanut yhteen merkittävimmistä eurojärjestelmän varantoerien muutoksista elokuussa 2007 alkaneen kriisin aikana. Eurojärjestelmän kultavarojen arvo on noussut elokuun 2007 noin 170 mrd. eurosta neljässä vuodessa yli 360 mrd. euroon. Koska eurojärjestelmän keskuspankit eivät juuri ole myyneet kultaansa, kullan arvonnousu näkyy pääosin realisoitumattomana voittona taseen arvonnousoissa. Vaikka kultavarantojen kasvu on sinänsä parantanut eurojärjestelmän tasetta, eurojärjestelmän suurimmat yksittäiset taserismit Value-at-Risk-menetelmällä mitattuna liittyvät kullan arvonnoukseen.

Rahapolitiikan toimeenpanon tehokkuus vaatii, että rahoitusmarkkinoiden toimintakyvystä huolehditaan. Aika ajoin tämä voi edellyttää erityisesti markkinoiden ylihinnoitte-

leman riskin siirtoa keskuspankkien taseisiin. Periaatteessa tällaisen korjaavan toimen odotettu tuotto on positiivinen, mutta kaikkien riskipitoisten toimien tavoin keskuspankin väliintulo voi johtaa myös tappioihin. Mitä suuremmasta markkinahäiriöstä on kyse, sitä mittavampaa riskinsiirtoa yksityisen sektorin ja keskuspankkitaseen välillä tarvitaan ja sitä suuremmaksi tappion mahdollisuus kasvaa.

Kesällä 2009 eurojärjestelmä käynnisti ensimmäistä kertaa arvopapereiden ostot rahapoliittisin perustein. Tuolloin EKP aloitti pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen osto-ohjelman. Euroalueen keskuspankit ostivat tämän ohjelman mukaisesti 12 kuukauden aikana 60 mrd. euron edestä joukkolainoja. Ostoja tehtiin sekä ensi- että jälkimarkkinoilta, ja niiden tavoitteena oli aktivoida uudelleen eurooppalaisten pankkien varainhankinnan näkökulmasta keskeinen markkinalohko. Katettujen joukkolainojen osto-ohjelma päättyi kesäkuussa 2010.

Toukokuussa 2010 eurojärjestelmä käynnisti toisen osto-ohjelmansa. Tämän mukaisesti euroalueen keskuspankit hankkivat arvopapereita sellaisilta jälkimarkkinalohkoilta, joiden toiminta on merkittävästi häiriintynyt ja jotka ovat keskeisiä rahapolitiikan välittymisen kannalta. Arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman ensimmäisen vuoden aikana eurojärjestelmä osti joukkolainoja vajaan 80 mrd. euron arvosta. Ostoissa oli

pitkä tauko tämän vuoden keväällä ja kesällä, mutta elokuussa 2011 niissä aktivoiduttiin jälleen, kun euroalueen pääomamarkkinoihin kohdistui erityisiä paineita. Syyskuun alkuun mennessä arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman kautta oli hankittu joukkovelkakirjoja kumulatiivisesti noin 140 mrd. euron edestä.

Sijoitustoiminnan myötä tehdyistä arvopaperihankinnoista rahamarkkinoille kulkeutuva likviditeetti neutraloituu käytännössä siten, että pankit pienentävät keskuspankkirahan kysyntää rahapoliittisissa luotto-operaatioissa. Niin kauan kuin pankkijärjestelmän rakenteellinen likviditeettivaje säilyy, rahapoliittisten arvopapereidenosto-ohjelmien kautta markkinoille syntyvä likviditeetti voisi tulla samalla tapaa automaattisesti neutraloiduksi. EKP kuitenkin haluaa korostaa, ettei osto-ohjelmalla pyritä määrälliseen kevennykseen (quantitative easing). Niinpä arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman velkakirjastoista syntyvä keskuspankkirahan määrä poistetaan markkinoilta viikoittain keräämällä pankeilta talletuksia. Tähän saakka talletusoperaatiot on toteutettu vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut tarjousten yläraja. Tämä tarkoittaa, että eurojärjestelmä on valmis maksamaan pankeille viikon rahasta enimmillään hinnan, jolla se itse luotottaa pankkeja. Koska talletuskorot ovat yleensä jääneet selvästi alle maksimikoron, osto-ohjelmien kautta synty-

Markkinahäiriöiden aikana keskuspankit pyrkivät huolehtimaan rahoitusmarkkinoiden toiminnasta ottamalla taseisiinsa normaalia riskipitoisempia omaisuuseriä.

neen likviditeetin erillinen vähentäminen on ollut eurojärjestelmälle taloudellisesti kannattavaa.

Osto-ohjelmien onnistumista tulee arvioida suhteessa niiden tavoitteisiin, eli on arvioitava, tehostuiko rahapolitiikan välittyminen ja paranivatko rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytykset. Käynnissä olevien ohjelmien taloudellisia vaikutuksia keskuspankin taseeseen on vielä liian aikaista arvioida. Jälki-markkinoilta markkinahäiriön takia ostettujen arvopapereiden hintoihin on markkinapaineen johdosta sisällynyt merkittäviä riskipreemioita. Tämän vuoksi näiden papereiden odotettu tuotto on selvästi rahapolitiikan ohjauskoron odotetun tason yläpuolella. Sijoitustoiminnan kautta tehdyistä ostoista poiketen rahapolitiikan osto-ohjelmissa hankittuja arvopapereita ei arvosteta markkina-arvoon niiden juoksuaikana, vaan ne kirjataan eurojärjestelmän taseessa tuottamaan ostohinnasta johdettua korkotuottoa (ns. held-to-maturity-portfolio). Näin eurojärjestelmä ei altistu rahapoliittisten ostojen kautta markkinariskeille ja luottoriski on ainoa niihin liittyvä taseeseen vaikuttava riskitekijä.

Keskuspankkitoiminnan tarkoitus: makro- versus mikroriskit

Keskuspankkitoiminnan taloudelliset riskit voivat pahimmillaan olla erittäin merkittäviä. Esimerkiksi Sveitsin keskuspankki joutui kirjaamaan 26,4 mrd. Sveitsin frangin suuruiset

tappiot vuonna 2010. Sveitsin tapauksessa tappionlähteenä oli valuuttavaranto, jonka arvo laski frangin vahvistuttua huomattavasti suhteessa varantovaluuttoihin.

Keskuspankin taloudellinen tulos korreloi kuitenkin usein negatiivisesti sen kanssa, onko keskuspankki päässyt politiikkatavoitteisiinsa. Kun esimerkiksi kotivaluutan ulkoinen arvo heikentyy, keskuspankin valuuttavarannon arvo kasvaa. Devalvaatio voi tuottaa merkittäviä ”voittoja” keskuspankille, mutta toimen onnistuneisuutta tulisi kuitenkin arvioida sen kokonaistaloudellisten seurausten perusteella. Samoin keskuspankki, joka onnistuu vakauttamaan hintatason kehityksen alhaiselle tasolle, saa pienempää rahoitustuloa kuin keskuspankki, jonka valuutan nimelliskorot ovat korkeammat voimakkaan ja vaihtelevamman inflaation johdosta. Keskuspankin täytyykin malttaa tehdä keskeiset päätöksensä makrovaikutuksia arvioiden siinäkin tapauksessa, että toimi aiheuttaisi mittavat tappiot lyhyellä aikavälillä.

Merkittävimmät keskuspankkitoiminnan riskit liittyvät aina toteutettavaan rahapolitiikkaan. Päästäänkö esimerkiksi tehdyillä politiikkapäätöksillä hintavakauteen? Ajautuminen inflaatio- tai deflaatiokierteeseen aiheuttaisi merkittäviä hyvinvointitappioita ja sattumanvaraista varallisuuden uudelleenjakautumista luotonantajien ja velallisten välillä. Eurojärjestelmässä on täysin selvää,

että rahapolitiikan ohjauskoron muutosten täytyy aina olla sopusoinnussa hintavakaustavoitteen kanssa. Koronasetannan vaikutukset tulokseen eivät koskaan vaikuta päätöksentekoon, vaikka korkotaso onkin suurin yksittäinen keskuspankkien tulokseen vaikuttava tekijä. Vastaavasti rahapolitiisista interventioista (valuutta-, rahan ja pääomamarkkinoilla) päätettäessä ensisijainen huomio on aina päätöksen kokonaistaloudellisissa vaikutuksissa.

Kun keskuspankki normaalioloissa antaa luottoa pankkien lyhytaikaisiin rahoitustarpeisiin, sen ei tarvitse juuri kiinnittää huomiota korkotai likviditeettiriskiin ja altistuminen luottoriskeillekin on vähäisimmillään. Rahoitusmarkkinoiden kriisiytyessä keskuspankilla tulee olla resurssit ja valmius toimiiin, jotka lyhyellä aikavälillä kasvattavat sen taseeseen kohdistuvia riskejä, mutta joita kokonaistaloudelliset ja pidemmän aikavälin ratkaisut puoltavat. Esimerkiksi sitoutuminen matalien korkojen politiikkaan pitkäksi aikaa saattaa tietyissä oloissa olla rahapoliittisesti välttämätöntä, vaikka se heikentää keskuspankin tuloksentekeyttä merkittävästi ja altistaa sen korkoriskeille. Rahoitusmarkkinakriisin aikana eurojärjestelmä teki useita pankkijärjestelmän likviditeettiä varmistavia toimenpiteitä, joiden seurauksena merkittävä määrä normaalisti pankkienvälisen rahamarkkinoiden hoitamaa rahoituksenvälitystä siirtyi keskuspankin taseeseen. Näillä toimilla

pienennettiin pankkisektorin likviditeettiriskejä huomattavasti. Käytännössä näin pienennettiin rahamarkkinakorkoihin muodostunutta riskilisää tavalla, joka vastasi jopa useaa normaalisuuruista ohjauskoron laskua. Aktiivisella vakuuspolitiikalla keskuspankki voi pyrkiä hallinnoimaan luottoriskejään tiettyyn rajaan saakka. Riskienhallintatoimia mitoitettaessa on kuitenkin otettava huomioon toimenpiteiden vaikutukset rahoitusvakauteen. Riskit minimoiva politiikka saattaisi toimia myötäsyklisesti, ja likviditeetinluontimonopolia hallitsevan keskuspankin on kyettävä kattamaan pankkisektorin hätärahoitustarpeet rahoitusvakauden vaarantuessa.

Keskuspankkien taseet kansainvälisestä näkökulmasta

Julkinen keskustelu keskuspankkien epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista on usein kulminoitunut keskuspankkien taseiden koon muutosten analysointiin. Vaikka kaikkien suurten keskuspankkien taseet ovat kasvaneet finanssikriisin seurauksena, eri keskuspankkien kehityksessä on ollut huomattavia eroja (kuvio 3). Eurojärjestelmän tase kasvoi rahoitusmarkkinakriisin akuutissa vaiheessa enimmillään lähes puolella tasolta, jossa se oli ennen Lehman Brothersin ajautumista selvitystilaan. Pankkisektorin likviditeetin ylimääräisen kysynnän pienennyttyä eurojärjestelmän taseen kasvusta ovat vastanneet kullannousu sekä arvopaperimarkkinoi-

Rahapoliittisia toimenpiteitä toteuttaessaan keskuspankit tarkastelevat ensisijaisesti kokonaistaloudellisia vaikutuksia.

Kuvio 3.



ta koskevan ohjelman mukainen tal-
tusten vastaanotto.⁶

Eurojärjestelmän taseen kasvuvauhti on ollut maltillinen verrattuna Englannin pankin ja Yhdysvaltain keskuspankin taseiden 2½–3-kertaitumiseen. Talouksien kokoon suhteutettuna keskuspankkien taseiden loppusummat olivat kuitenkin eri valuutta-alueilla varsin erilaiset ennen finanssikriisin puhkeamista. Tästä syystä taseiden kasvuvauhtien vertailussa on syytä tarkastella myös niiden muutoksia kansantalouden kokoon suhteutettuna. Sekä Englannin pankin että Yhdysvaltain keskuspankin taseiden bruttokansantuotteisiin suhteutetut loppusummat olivat vuoden 2010

⁶ Arvopapereiden ostot eivät sinänsä kasvata tasetta, koska pankit voisivat pienentää keskuspankista lainaamansa jälleerahoituksen määrää ostojen myötä syntynyttä likviditeettiä vastaavasti. Koska jälleerahoitustarve pidetään ennallaan likviditeettiä vähentävien operaatioiden kautta, nämä kasvattavat eurojärjestelmän tasetta.

lopussa noin 17 % eli noin 10 prosenttiyksikköä suuremmat kuin syyskuussa 2008. Euroalueella vastaava kasvu jäi 6 prosenttiyksikköön, mutta eurojärjestelmän BKT:hen suhteutettuna tase, 22 %, oli kuitenkin edelleen suurempi kuin vertailupankeilla.

Finanssikriisin alkuvaiheessa Yhdysvaltain keskuspankin tasetta kasvattivat markkinoiden tukemiseksi tehdyt likviditeettijärjestelyt. Suurin selittäjä Yhdysvaltain keskuspankin ja Englannin pankin taseiden eurojärjestelmän tasetta nopeampaan kasvuvauhtiin on kuitenkin niiden siirtyminen laajoihin osto-ohjelmiin ja määrälliseen keventämiseen perustuvaan rahapolitiikan toimeenpanoon.

Suomen Pankin kokemukset

Suomen Pankki on kuulunut eurojärjestelmään runsaat 12 vuotta. Toiminta osana suuren valuutta-alueen keskuspankkijärjestelmää on muuttanut selvästi Suomen Pankin taseen koostumusta ja dynamiikkaa sekä keskeisiä riskitekijöitä. Ennen talous- ja rahaliiton alkua Suomen Pankin valuuttavaranto oli huomattavasti markkasetelistöä suurempi, mistä syystä pankkisektorilla oli likviditeettiylijäämä. Koska pankeilla ei ollut tarvetta lainata keskuspankkirahaa, vaan tallettaa sitä, rahapolitiikkaa toteutettiin pääasiassa likviditeettiä kiristävillä keskuspankin omien sijoitustodistusten liikkeeseenlaskuilla.

Tuolloin valuuttavarannon arvon muutokset sanelivat valtaosan Suomen Pankin vuosituloksesta. Mar-

kan vahvistuessa Suomen Pankki teki laskennallista tappiota ja heiketessä voittoa. Kotimaisen rahoitusvarallisuuden ja pankkien nettomääräisen luototuksen puuttuessa setelitulo määräytyi varantovaluuttojen kurssi- muutosten ja varantojen sijoitustuot- tojen perusteella. Koska Suomen markka oli pienen valuutta-alueen rahayksikkö ja valuuttavarannot pidettiin suurten ja likvidien valuutto- jen määräisinä, Suomen Pankin sijoit- tustodistusten korkokustannukset oli- vat usein varantojen sijoitustuloja suuremmat.

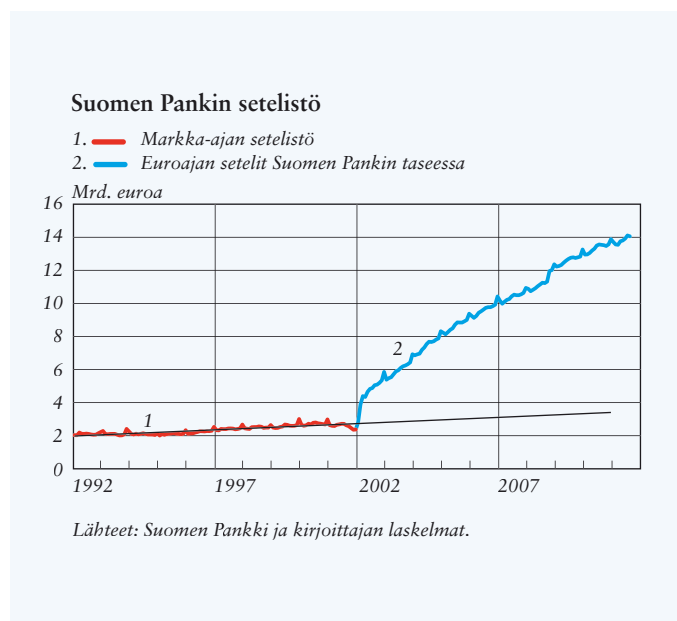
Euroalueen osana suuri osa Suo- men Pankin varoista on nykyisin rahapolitiikkasidonnaisia eriä: raha- poliittisia operaatioita tai eurojärjes- telmän sisäisiä saamisia. Tämän lisäk- si pankin rahoitusvarallisuudesta valtaosa on euromääräisissä sijoituk- sissa ja alle kolmannes sijoitusvaralli- suudesta on valuuttamääräistä. Tämä muutos on oleellisesti pienentänyt Suomen Pankin vuosituloksen vaihte- lua.

Velkaerissä keskeisin muutos on korollisten sijoitustodistusten korvau- tuminen seteleillä (kuvio 4). Eurosete- listön kysyntä on suurempaa kuin euron käyttöön ottaneiden valuutto- jen yhteenlaskettu kysyntä oli. Koska eurokäteinen jyvitetään kunkin kan- sallisen keskuspankin taseeseen sen (väestön ja BKT:n pohjalta määräyty- vän) ns. pääoma-avaimen mukaan, käteisen määrän kasvu Suomen Pan- kin taseessa on ollut nopeampaa kuin muissa euromaissa, sillä ennen raha-

liittoa käteisen BKT-osuus oli Suo- messa pienempi kuin muissa maissa. Käteisen euron käyttöönoton merki- tystä Suomen Pankin taseeseen ja sen kestävyyyteen voidaan arvioida vertaa- malla pankin eurosetelistön osuutta markka-ajan setelistön trendikasvun mukaiseen määrään. Tällä tapaa arvioi- den Suomen Pankin taseen nollakor- koinen erä on tällä hetkellä euron johdosta yli 10 mrd. euroa suurempi kuin markkasetelistön aikana. Jos setelituottoa arvioidaan kertyvän 4 prosentin⁷ nimelliskoron mukaisesti pitkällä aikavälillä, Suomen Pankki voi arvioida saavansa euron myötä setelistöstä noin 400 milj. euron yli- määräisen vuotuisen tuoton markka- aikaan verrattuna.

⁷ Neljän prosentin nimelliskorko pohjautuu kah- den prosentin reaalikorkoon ja inflaatioon.

Kuvio 4.



Eurojärjestelmän yhteinen rahapolitiikka on mitoitettu ja tullaan vastakin mitoittamaan siten, että hinta- ja rahoitusvakaus varmistuu. Päätöksentekoa ohjaa ensisijaisesti makrotaloudellinen näkökulma, mistä syystä kansallisten keskuspankkien tuloksellisuus voi vaihdella ajan mittaan merkittävästi. Poliittikatavoitteiden ensisijaisuudesta huolimatta keskuspankin riippumattomuus päätöksenteossa kyetään parhaiten varmistamaan, kun taloudelliset riskit eivät kasva kohtuuttoman suuriksi eurojärjestelmän taseen kantokykyyn nähden. Tämän johdosta eurojärjestelmä on pidättänyt kasvavan osan rahoitustulostaan taseensa puskuroidemiseksi erilaisia rahoituskriisejä vastaan.

Asiasanat: rahapolitiikan riskit, eurojärjestelmän tase, Suomen Pankki

Makrovakaupolitiikan välineet

7.9.2011

Vuonna 2007 alkanut finanssikriisi on osoittanut, että rahoitusmarkkinoilla esiintyy häiriöitä, joilla on huomattavia kansantaloudellisia vaikutuksia. Luottolaitoksia, vakuutusyhtiöitä, johdannaismarkkinoita ja arvopaperikauppaa koskevia säädöksiä on vaadittu uudistettaviksi rahoitusvakauden edistämiseksi. Tässä artikkelissa tarkastellaan keinoja, joilla julkinen valta voisi sekä ehkäistä finanssikriisejä rahoitusmarkkinoilla että pienentää mahdollisten häiriöiden kansantaloudellisia vaikutuksia. Pääpaino on keinoissa kohentaa pankkijärjestelmän vakautta.

Makrovakaupolitiikka ja sen välineet

Rahoitusmarkkinoiden toiminnan on usein sanottu voimistavan suhdannevaihteluita. Noususuhdanteissa luottojen voimakas tarjonta ja arvopapereiden hintojen nousu vahvistavat talouden kasvua, kun taas laskusuhdanteessa rahoitusmarkkinoiden ongelmat pahentavat kansantalouden tilaa. Vaikutukset ovat voimakkaita, sillä pankeilla on taipumus ajautua samantapaisiin tilanteisiin yhtä aikaa. Pankit altistuvat samoille suhdannevaihteluille, ja vaikeuksiin ajautunut pankki aiheuttaa ongelmia myös terveille luottolaitoksille, sillä pankkien välillä on monenlaisia kytköksiä. Osake- ja kiinteistömarkkinoilla näyttää toisinaan muodostuvan kuplia, joissa hinnannousuodotukset ylläpitävät spekulatiivista kysyntää. Täl-

lainen kupla jää väkisinkin tilapäiseksi, ja sen väistämätön puhkeaminen usein vaarantaa pankkijärjestelmän toimintakyvyn.

Vakavaraisuusvaatimukset edellyttävät, että pankilla pitää olla omia varoja määrä, joka on vähintään kahdeksan prosenttia laskennallisista riskeistä. Yksittäinen pankki voi laskusuhdanteessa kohentaa vakavaraisuuttaan vähentämällä luotonantoa ja myymällä arvopapereita, jolloin se vapautuu näihin saamisiin liittyvistä laskennallisista riskeistä. Saamisiaan ja sijoituksiaan vähentävän pankin omat varat pysyvät suunnilleen ennallaan, joten omien varojen suhde riskeihin kohenee. Makrovakauden kannalta tämä on kuitenkin vaarallinen ratkaisu, sillä sen laajamittainen käyttäminen on omiaan muuttamaan taantumam lamaksi. Luottojen tarjonnan heikkeneminen vähentää entisestään pankkirahoituksesta riippuvaisen yritysten investointeja laskusuhdanteessa, ja arvopapereiden myynti alentaa sijoituskohteiden hintoja, mikä aiheuttaa ongelmia eläkerahastoille ja muille sijoittajille.

Julkinen valta ei aiemmin ole yrittänyt systemaattisesti vähentää pankkitoiminnan käytäntöjen taipumusta voimistaa suhdannevaihteluita. Tilanne on kuitenkin muuttumassa, ja ns. makrovakaupolitiikkaa on alettu pitää aiempaa tärkeämpänä.

G30-ryhmän raportissa¹ makrovakaupolitiikka määritellään keinoik-

¹ G30-ryhmä (lokakuu 2010).



*Juhana Hukkinen
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Karlo Kauko
tutkijaekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

*Vastasyklisen
pääomapuskurin
toimintaperiaate:
noususuhdanteessa
pankkien vaka-
varaisuus-
vaatimuksia
kiristetään ja
laskusuhdanteessa
helpotetaan.*

si, joilla vähennetään rahoitusjärjestelmän systeemiriskiä. Jotta makrovakautta voitaisiin edistää tehokkaasti, on löydettävä tähän tarkoitukseen sopivia välineitä. Tässä artikkelissa esitellään sekä käytössä olleita että ideaasteella olevia politiikkavälineitä, joilla tietoisesti tavoitellaan makrovakautta.

Edellä mainitussa G30-ryhmän raportissa jaotellaan makrovakauspolitiikan keinot pysyviin ja vaihtuviin. Pysyvän järjestelyn tarkoituksena on muuttaa rahoitusjärjestelmän toimintaa siten, että taipumus myötäsyklisyyteen vähenisi. Pysyvää keinoa käytettäessä säädöksiä ei ole helppo muuttaa, eikä niitä ole tarkoitukseen vaihtaa esimerkiksi suhdannenäkymien muuttuessa. Esimerkiksi kirjanpito- tai verolainsäädäntöä tuskin voidaan hienosäätää neljännesvuositain suhdannetilanteen mukaisesti, vaikka säädösten muutoksilla voitaisiin tavoitella makrovakautta.

Sen sijaan vaihtuvat keinot perustuvat jatkuvaan seurantaan ja säännöllisiin muutoksiin julkisen vallan esittämässä vaatimuksissa. Päätäjien kyky ymmärtää vallitseva tilanne ja sen edellyttämät toimenpiteet on välttämätön ehto menestyksekkäälle vaihtuviin keinoihin perustuvalla makrovakauspolitiikalle.² Esimerkiksi parhaillaan valmisteltava ns. vastasyklinen pääomapuskuri on tyypillinen vaihtuva keino.

² Heidi Schauman ja Katja Taipalus käsittelivät makrovakaudellisten riskien tunnistamista artikkelissaan, joka ilmestyi Euro & talous -lehden numerossa 1/2011.

Vastasyklinen pääomapuskuri

Tällä hetkellä tärkein valmisteilla oleva politiikkaväline lienee vastasyklinen pääomapuskuri. Ehdotus tämän välineen käyttöönotosta esitettiin Englannin pankin keskustelualoitteessa,³ ja Baselin komitea järjesti aiheesta oman julkisen kuulemisen heinäkuussa 2010. Myös Euroopan komissio julkisti oman konsultaatiodokumenttinsa samana vuonna.⁴ Vastasyklinen pääomapuskuri todennäköisesti hyväksytään politiikkavälineeksi mm. EU-maissa. Noususuhdanteessa viranomaiset vaativat pankkeja kasvattamaan vakavaraisuuttaan selvästi normaalia minimitasoa suuremmaksi, mutta laskusuhdanteessa vakavaraisuuden heikkeneminen sallittaisiin, jotta pankeille ei muodostuisi tarvetta supistaa antolainausta ja myydä arvopapereita. Noususuhdanteessa asetettu lisäpääomapuskuri olisi enintään kaksi prosenttia laskennallisista riskeistä.

Puskurivaatimus määräytyisi sen mukaan, mihin maahan pankki on myöntänyt luottoja. Jos pankilla on saamia useista maista, lisäpääomavaatimus muodostuisi saamia koskevien maakohtaisten vaatimusten painotettuna keskiarvona. Jokainen maa määrittää itse lisäpääomavaatimuksen, joka edellytettäisiin kyseiseen maahan myönnettyistä luotoista. Lisäpääomavaatimuksen voisi täyttää ainoastaan kaikkein kiistattomimmil-

³ Bank of England (marraskuu 2009).

⁴ Euroopan komissio (lokakuu 2010).

la ensisijaisilla omilla varoilla, esimerkiksi osakepääomalla.

Pääomavaatimusta koskevan viranomaispäätöksen tulisi normaalisti perustua luottokanta–bruttokansantuote-suhdeluvun trendipoikkeamaan. Lisäpääomavaatimus voisi periaatteessa riippua muustakin tekijästä, esimerkiksi varallisuushintojen kehityksestä.⁵

Pääomapuskurin soveltamiseen voi liittyä ongelmia. Kannattavia liiketoimintamahdollisuuksia ja yleisön luotonsaantia rajoittavan puskurivaatimuksen asettaminen noususuhdanteessa olisi vaikeaa, koska sitä vastustettaisiin kiivaasti, kun riskit vaikuttavat vähäisiltä. Taantumassa esiintyisi toisenlaisia ongelmia: markkinoiden luottamuksesta riippuvainen pankki ei ehkä anna näkyvästi raportoidun vakavaraisuutensa heikentyä, vaikka lakisääteistä minimipääomista supistettaisiin. Taantumien kesto on vaikea ennustaa, joten pankki ei voisi optimoida puskurinsa käyttöä siten, että ylimääräinen vakavaraisuus olisi käytetty loppuun juuri silloin, kun nousu alkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite

Suomessa havaittiin 1980-luvun lopulla, että pankkien luotonannon kasvu oli liian nopeaa. Tilanteen rauhoittamiseksi harkittiin muitakin keinoja, mutta lopulta luotonkasvua päätettiin hillitä kassavarantovelvoitteella.⁶ Suomen Pankki sai maaliskuussa 1989

mahdollisuuden korottaa kassavarantovelvoitetta 12 prosenttiin, mistä kahdeksan prosenttia ylittävä osuus oli korotonta. Lisävarantovelvoite olisi ollut pankkikohtainen ja riippunut pankin antolainauksen kehityksestä. Kyseessä oli siis eräänlainen sakko, koska pankin varoja olisi sidottu korottomaan talletukseen, eikä niitä olisi voinut sijoittaa tuottavasti.⁷ Toimenpide ei ollut puhtaasti makro-kaudellinen, sillä lisätalletusvelvoite oli pankkikohtainen.

Toimenpiteellä on voinut olla toivottu vaikutus, sillä samoihin aikoihin lähes kaikkien pankkien antolainauksien kasvu alkoi selvästi hidastua.⁸ Asuntojen hintakupla alkoi purkautua suunnilleen samoihin aikoihin.

Periaatteessa on mahdollista, että esimerkiksi euroalueella jokin koroton lisävähimmäisvarantovelvoite riippuisi kunkin pankkiryhmän antolainauksen kasvusta joidenkin makrotalouden ylikuumenemista mittaavien indikaattoreiden mukaisesti. Keino olisi nykyään todennäköisesti tehottomampi kuin 1980-luvun lopulla, koska nimelliskorot ovat selvästi tuolloista alemmat, joten velollisuus tehdä korottomia talletuksia olisi aiempaa pienempi lisäkustannus. Taseiden ulkopuolinen rahoituksen välitys jäisi järjestelyn ulkopuolelle, mikä heikentäisi menetelmän tehoa. Tietysti voisi ideoida jonkin muun

Nimelliskorkojen ollessa alhaiset vähimmäisvarantovelvoitteen teho makrovakaupolitiikan välineenä on vähäinen.

⁵ Goodhart, C. (2005).

⁶ Korhonen, T. (2011) s. 187.

⁷ Aaltonen, E. – Aurikko, E. – Kontulainen, J. (1994) s. 76–77 sekä Bank of Finland Monthly Bulletin (4/1989) s. 13.

⁸ Kullberg, R. (1996).

tavan asettaa ylimääräisiä rasitteita pankeille, joiden luotonkasvu vaikuttaa liialliselta noususuhdanteessa.

Suhdanteista riippumattomat luottoriskimallit

Basel II- ja Basel III -vakavaraisuusjärjestelmissä pankit voivat olla käyttämättä annettuja riskipainoja ja arvioida itse valvontaviranomaisten luvalla yksittäisten velallisten luottoriskejä. Tähän on arveltu liittyvän suhdanteiden kärjistymisen ongelma, koska luottoriski ja siitä aiheutuva pääomavaatimus ovat suhdanneherkkiä. Mallien osoittamat luottoriskit pahenevat laskusuhdanteessa, jolloin pankkijärjestelmän kyky myöntää luottoja heikkenee, mikä syventää laskusuhdannetta. Toisensuuntainen kierre voi käynnistyä noususuhdanteessa.⁹

Yhtenä ratkaisuna ongelmaan voisi olla siirtyminen suhdanteista riippumattomiin luottoluokituksiin pankkien vakavaraisuuslaskelmissa. Riippumattomuudella suhdanteista voidaan tarkoittaa ainakin seuraavia asioita:

1) Arvioidaan, mikä olisi kunkin velallisen luottotappioriski laskusuhdanteessa, ja määritetään kunkin velallisen riskipaino tämän mukaan. Todellista, vallitsevaa suhdannetilannetta ei oteta huomioon.

2) Arvioidaan, mikä olisi kunkin velallisen luottotappioriski keski-

määräisessä suhdannetilanteessa. Kunkin velallisen riskipaino perustuisi tähän arvioon.

3) Otetaan tämänhetkisen luottotappioriskin lisäksi huomioon kunkin velallisen suhdanneherkkyys: velallinen, jonka luottokelpoisuus todennäköisesti kärsisi enemmän laskusuhdanteesta, saa suuremman riskipainon.

Suhdanteista riippumattomissa luottoluokituksissa riskin tilapäiset, suhdanneluonteiset vaihtelut pitäisi pystyä nopeasti erottamaan pysyvistä muutoksista tyydyttävällä tarkkuudella. Toisaalta on hyvin vähän näyttöä siitä, että yksittäisen yrityksen konkurssitodennäköisyydessä olisi erillinen, aaltoliikettä muistuttava suhdannekomponentti, joka ei aiheuta pysyviä muutoksia konkurssitodennäköisyydessä.¹⁰ Käytössä olevat suhdanteista riippumattomat luokitukset perustuvat usein historiallisiin keskiarvoihin, joiden perusteltu käyttö edellyttää aitoja, palautuvia suhdannesyklejä. Julkisia luottoluokituksia antavien laitosten periaatteena on yleensä antaa suhdanteista riippumattomia luokituksia, mutta ilmeisesti tehdyt luokitukset pikemminkin ali-reagoivat uuteen informaatioon ja antavat vanhentuneen kuvan tilanteesta kuin tasoittavat luottoriskin tilapäisiä vaihteluita.¹¹

⁹ Tästä aiheesta julkaistua kirjallisuutta ovat esitelleet Gordy ja Howells (2006) sekä Drumond (2009).

¹⁰ Kauko, K. (2010).

¹¹ Altman, E. – Rijken, H. (2005).

Tobin-vero

James Tobin ehdotti vuonna 1972 valuuttamarkkinoille asetettavaa transaktioveroa. Alkuperäinen ajatus oli turvata rahataloudellinen autonomia sekä vähentää spekulatiivista valuuttakauppaa, joka oletuksen mukaan voimistaa vaihtelua markkinoilla. Kurssivaihtelun vähentäminen voisi hyvinkin vähentää myös pankkien riskejä, joten veroa voisi pitää myös makrovakaustyökaluna. Ajatus on saanut tukea monilta tahoilta.

Ehdotusta on kuitenkin myös kritisoitu. Vero ei paljonkaan vähentäisi onnistuneesta valuuttaspekulaatiosta saatavaa voittoa, jos kyse on todella suurista kurssimuutoksista. Veroa olisi helppo kiertää veroparatiisien avulla.¹² Veron vaikutus volatilitettiin on vaikeasti arvioitavissa etukäteen, koska vero ajaisi markkinoilta sekä volatilitteettia aiheuttavia ns. noise trader -tyyppisiä sijoittajia että hyvin informoituja ja rationaalisia toimijoita, joiden läsnäolo todennäköisesti vähentää volatilitteettia.¹³ Laboratoriokoetta varten luoduilla keinotekoisilla valuuttamarkkinoilla transaktiovero itse asiassa lisäsi kurssivolatilitteettia ja olisi siis huonontanut markkinoiden vakautta.¹⁴ Suomessa poistettiin pörssikauppojen leimavero toukokuussa 1992, mutta mitään tasosiiirtymää pörssikurssien volatilitteetissa ei tuolloin ilmennyt.

¹² Suvanto, A. (2001).

¹³ Shi, K. – Xu, J. (2009).

¹⁴ Mannaro, K. – Marchesi, M. – Setzu, A. (2008).

Konvertoitava velka ja pääomavakuutus

Yksi mahdollinen makrovakaudeellinen keino olisi pankin velkojen muuntaminen osakepääomaksi tarpeen vaatiessa. Muuntaminen koskisi vain velkoja, joihin on jo liikkeeseen laskettaessa sisällytetty tällainen ehto. Tällaisia instrumentteja on käyttänyt ainakin brittiläinen Lloyds-pankki. Pankki vaihtoi joulukuussa 2009 huonomman etuoikeuden velkaansa joukkovelkakirjoiksi, jotka muuttuvat automaattisesti osakkeiksi, jos pankin ensisijaisten omien varojen perusteella laskettu vakavaraisuus heikkenee alle viiteen prosenttiin. Alkuvuonna 2011 sveitsiläinen Credit Suisse laski liikkeeseen velkainstrumentteja, jotka muuntuvat osakkeiksi pankin ensisijaisten omien varojen perusteella lasketun vakavaraisuuden mahdollisesti heikennyttyä erikseen määriteltyjen tasojen alapuolelle. Myös hollantilainen Rabobank on laskenut liikkeeseen samantapaisen instrumentin. Näiden instrumenttien kysyntä on ollut vilkasta, mutta Goodhart¹⁵ on esittänyt skeptisiä kommentteja järjestelystä: konversion ainoa suora kassavirtavaikutus on pakollisen koronmaksun loppuminen, ja finanssikriisissä saadut kokemukset velan ja osakerahoituksen välimuodoista ovat huonoja.

Kashyap, Rajan ja Stein ehdottivat eräänlaista pankkikriisivakuutusta.¹⁶ Jos pankkisektorin tappiot olisivat

¹⁵ Goodhart, C. (kesäkuu 2010).

¹⁶ Kashyap, A. – Rajan, R. – Stein, J. (2008).

Pääomavakuutuksella pankki voisi varautua koko pankkisektorin ongelmiin, mutta ei suojautua omilta tappioiltaan.

jotakin tiettyä rajaa suuremmat, vakuutuksen myyjä maksaisi sovitun korvauksen vakuutuksen ottaneelle pankille. Pankki voisi siis ottaa vakuutuksen koko pankkisektorin tappioiden varalta, mutta ei omien vaikeuksiensa varalta, jotta pankille ei muodostuisi kannusteita olla piittaamatta omista tappioistaan. Vakuutuksen myyjän olisi asetettava vakuudeksi mahdollisimman vähäriskisiä korkoa tuottavia arvopapereita, jotka tallettaisiin suljetulle arvo-osuustilille. Jonkin määrän pääomavakuutuksia pankki voisi laskea omiin varoihinsa vakavaraisuuslaskennassa jo normaaliaikoina. Sijoittajalle instrumentti olisi pääasiassa vakaa korkosijoitus, jolle saisi normaalin koron ohella lisätuottoa vakuutusmaksuista, mutta epätodennäköisissä tilanteissa sijoitus tuottaisi runsaasti tappiota. Ehdottajat arvelivat, että markkinoilla on runsaasti kysyntää sijoituskohteille, jotka tuottavat useimmissa tapauksissa riskitöntä korkoa paremmin, mutta aiheuttavat jossain epätodennäköisessä tilanteessa runsaasti tappiota. Toisaalta esimerkiksi Goodhart arveli konvertoitavan velan osalta tämän olevan erittäin epähoukutteleva tuotto profiili.¹⁷

Etenkin pankkikriisivakuutuksen ongelmana voisi myös olla sellaisten halukkaiden sijoittajien löytäminen, joiden osallistuminen tällaiseen toimintaan ei vaarantaisi vakautta muualla ja joiden mahdolliset tappiot olisivat yhteiskunnallisesti melko vaa-

rattomia. Jos esimerkiksi työeläke-rahastot myisivät näitä vakuutuksia, niin mahdollisen pankkikriisin kustannuksista osa päätyisi eläkerahastojen maksettavaksi tilanteessa, jossa monista muistakin kohteista tulisi tappioita. Mieluiten vakuutuksen myyjän pitäisi olla jokin taho, jonka kaikki muu toiminta on kaukaisessa maassa, jonka suhdannevaihtelut korreloivat mahdollisimman vähän vakuutuksia ottavan pankin kotimaan kanssa ja jonka mahdolliset tappiot ovat yhteiskunnallisesti melko vaarattomia.

EU-säädöksiin vaikuttaminen keskeistä

Useimpia mahdollisia välineitä ei voisi toteuttaa pelkästään Suomen kansallisena ratkaisuna. Monissa asioissa EU-tason säädökset estävät kansalliset ratkaisut juridisesti. Valtaosaa Suomen pankkitoiminnasta hallitsevat pohjoismaisten pankkikonsernien tytäryhtiöt. Näiden konsernien toiminnasta suuri osa on muissa maissa sijaitsevilla yksiköillä, joita Suomen lainsäädäntö ei koske. Pohjoismais-balttilainen yhteistyö niissä asioissa, joista ei päätetä EU-tasolla vaan kansallisesti, on ollut vähäistä. Suomen kannalta järkevä etenemistie siis on ainakin vaikuttaminen EU-tason säädöksiin.

Asiasanat: makrovakaupolitiikka, järjestelmäriski, pankkisääntely, suhdannevaihtelut

¹⁷ Goodhart, C. (kesäkuu 2010).

Kirjallisuutta

- Aaltonen, A. – Aurikko, E. – Kontulainen, J. (1994) Rahapolitiikka Suomessa. Yleistajuiset selvitykset A:90. Suomen Pankki.
- Altman, E. – Rijken, H. (2005) The impact of the rating agencies' through – the – cycle methodology on rating dynamics. *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi de Siena* vol 34, 127–154.
- Bank of England (marraskuu 2009) The role of macroprudential policy. Discussion Paper.
- Bank of Finland Bulletin (4/1989) Supplementary Cash Reserve Requirement. Suomen Pankki.
- Drumond, I. (2009) Bank capital requirements, business cycle fluctuations and the Basel accords: a synthesis. *Journal of Economic Surveys* 23, 798–830.
- Euroopan komissio (lokakuu 2010) SEC/ GovC/10/302/09b-SEC/GenC/10/59/08b.
- Goodhart, C. (2005) Financial regulation, credit risk and financial stability. *National Institute Economic Review* nr 192.
- Goodhart, C. (kesäkuu 2010) Are CoCos from Cloud Cuckoo-Land? Artikkel, VoxEU.
- Gordy, M. B. – Bradley, H. (2006) Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? *Journal of Financial Intermediation* 15, 395–417.
- G30-ryhmä (lokakuu 2010) Enhancing financial stability and resilience. *Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future*.
- Kashyap, A. – Rajan, R. – Stein, J. (2008) Rethinking Capital Regulation. Työpaperi Jackson Hole symposiumissa ”Maintaining Stability in a Changing Financial System”.
- Kauko, K. (2010) Suhdanteista riippumattomien luottoluokitusten toteuttamiskelpoisuus. *Keskustelualoite 14/2010*. Suomen Pankki.
- Korhonen, T. (2011) Säännöstelystä markkinoille. Yleistajuiset selvitykset A:114. Suomen Pankki.
- Kullberg, R. (1996) Ja niin päättyi kulutusjuhla. WSOY.
- Mannaro, K. – Marchesi, M. – Setzu, A. (2008) Using an artificial financial market for assessing the impact of Tobin-like transaction taxes. *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol 67, 445–462.
- Shi, K. – Xu, J. (2009) Entry Cost, the Tobin tax and noise trading in the foreign exchange market. *Canadian Journal of Economics*, vol 42, 1501–1526.
- Suvanto, A. (2001) Currency trade, capital flows and the Tobin tax. *Finnish economy and society* 3/2001.

Suomen Pankin organisaatio

5.7.2011

PANKKIVALTUUSTO

Ben Zyskowicz, puheenjohtaja, Pirkko Ruohonen-Lerner, varapuheenjohtaja, Mari Kiviniemi, Jouni Backman, Timo Kalli, Marjo Matikainen-Kallström, Lea Mäkipää, Jan Vapaavuori, Pia Viitanen

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

<p>Erkki Liikanen johtokunnan puheenjohtaja</p> <p><i>Rahapolitiikan valmistelu ja toteutus, kotimaan talouspolitiikka, EKP:n neuvoston ja yleisneuvoston jäsenyys.</i></p> <p><i>Johdon sihteeristön ja pankkitoimintaosaston osastopäälliköiden sekä tarkastuspäällikön esimies.</i></p>	<p>Pentti Hakkarainen johtokunnan varapuheenjohtaja</p> <p><i>Rahoitusmarkkinoiden vakauskysymykset, rahahuoltopalvelut, taloushallinto, riskienvalvonta, Finanssivalvonnan johtokunnan puheenjohtajuus.</i></p> <p><i>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osaston sekä maksuvälineosaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>	<p>Seppo Honkapohja johtokunnan jäsen</p> <p><i>Tutkimustoiminta, rahoitusvarallisuuden sijoittaminen ja hallinto.</i></p> <p><i>Rahapolitiikka- ja tutkimusosaston sekä hallinto-osaston osastopäälliköiden esimies.</i></p>
---	--	--

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

OSASTOT

<p>Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto <i>Tuomas Saarenheimo</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Ennustetoimisto• Kansainvälisen ja rahatalouden toimisto	<p>Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)</p>	<p>Tutkimusyksikkö</p>
<p>Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto <i>Kimmo Virolainen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Vakaustoimisto• Yleisvalvontatoimisto	<p>Tilastoyksikkö</p> <ul style="list-style-type: none">• Maksutasetoimisto• Rahoitustilastotoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Tilastojärjestelmätoimisto
<p>Pankkitoimintaosasto <i>Harri Lahdenperä</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Markkinaoperaatioiden toimisto	<ul style="list-style-type: none">• Sijoitustoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Maksuliiketoimisto
<p>Maksuvälineosasto <i>Mauri Lehtinen</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Aluekonttorit Kuopio, Oulu, Tampere, Vantaa	<ul style="list-style-type: none">• Rahahuoltotoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Rahahuollon tukitoimisto
<p>Johdon sihteeristö <i>Antti Suvanto</i></p>	<p>Kansainvälinen yksikkö Lakiasiain yksikkö Viestintäyksikkö</p>	<ul style="list-style-type: none">• Tiedonhallintatoimisto	<p>Strategia- ja organisaatioryhmä Johtokunnan sihteeripalvelut -ryhmä</p>
<p>Hallinto-osasto <i>Pirkko Pohjoisaho-Aarti</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• Henkilöstötoimisto• Kieli- ja julkaisupalvelutoimisto• Riskienvalvontatoimisto	<ul style="list-style-type: none">• Sisäiset palvelut -toimisto• Taloushallintotoimisto	<p>IT-yksikkö Turvallisuus- ja kiinteistöyksikkö</p>
<p>Sisäinen tarkastus <i>Erkki Kurikka</i></p>			

Suomen Pankin yhteydessä toimii **Finanssivalvonta**, jonka johtaja on Anneli Tuominen.

Julkaisut

Täydellinen julkaisuluettelo löytyy Suomen Pankin verkkopalvelusta (<http://www.suomenpankki.fi/> > Julkaisut).

Verkkosivuilla on maksuton palvelu, josta voi tilata Suomen Pankin verkkojulkaisuja. Tilaaaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta sen ilmestyttyä. Verkkojulkaisuja voi tilata osoitteessa www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen.

Euro & talous ja Bank of Finland Bulletin erikoisnumeroineen sekä Suomen Pankin vuosikertomus suomeksi, ruotsiksi ja englanniksi ilmestyvät myös painettuina. Niitä voi tilata osoitteessa <http://www.suomenpankki.fi> > Julkaisut > Painettujen julkaisujen tilaaminen. Samasta osoitteesta voi tilata aiemmin ilmestyneitä painettuja julkaisuja sekä joitakin Euroopan keskuspankin julkaisuja.

Suomen Pankki
Bank of Finland
PO Box 160
FI-00101 HELSINKI
FINLAND



2341